МЕЃУНАРОДЕН СЛАВЈАНСКИ УНИВЕРЗИТЕТ – СВЕТИ НИКОЛЕ



Магистерски труд

Тема

УПРАВУВАЊЕ СО РАБОТНИОТ КАПИТАЛ НА КОМПАНИИТЕ

Ментор

проф. д-р Љупчо Вчков

Изработил

Стефанија Данева

Свети Николе,2024 година

МЕЃУНАРОДЕН СЛАВЈАНСКИ УНИВЕРЗИТЕТ – СВЕТИ НИКОЛЕ

Магистерски труд

Тема

УПРАВУВАЊЕ СО РАБОТНИОТ КАПИТАЛ НА КОМПАНИИТЕ

Ментор: проф. д-р Љупчо Вчков

Студент:Стефанија Данева

Број на индекс М 231026

Насока:Менаџмент на човечки ресурси на мали и средни претпријатија

УПРАВУВАЊЕ СО РАБОТНИОТ КАПИТАЛ НА КОМПАНИИТЕ

Магистерски труд

УПРАВУВАЊЕ СО РАБОТНИОТ КАПИТАЛ НА КОМПАНИИТЕ

Предмет:

Ментор: проф. д-р Љупчо Вчков

Студент:Стефанија Данева

Број на индекс М 231026

Насока:Менаџмент на човечки ресурси на мали и средни претпријатија

УПРАВУВАЊЕ СО РАБОТНИОТ КАПИТАЛ НА КОМПАНИИТЕ

СОДРЖИНА

Апстракт.....6

Abstract.....7

Вовед.....8

ГЛАВА 1

ПОИМ, СТРУКТУРА И ЗНАЧЕЊЕ НА РАБОТНИОТ КАПИТАЛ

1. Поим за капитал и неговата структура 11

1.1. Фактори кои ја детерминираат структурата на капиталот на компаниите..13
2. Традиционална теорија на капиталот 15
3. Структура на работниот капитал 20
4. Значење на работниот капитал за стратегијата и деловното одлучување во компаниите 43
5. Трошок на работниот капитал 44

ГЛАВА 2

УПРАВУВАЊЕ СО КОМПОНЕНТИТЕ НА РАБОТНИОТ КАПИТАЛ НА КОМПАНИИТЕ

1. Управување со готовината и готовинските еквиваленти 48
1.1. Салдо на готовина и готовински циклус 49
1.2. Модели за утврдување на оптимално ниво на готовина 56
1.2.1. Баумолов модел 57
1.2.2. Миллер-Орр модел.....58
1.3. Управување со вложувањата во краткорочни хартии од вредност 59
2. Управување со побарувањата 62
2.1. Кредитни стандарди и кредитна анализа 63
2.2. Политика на наплата и управување со ненаплативите побарувања 66
2.3. Факторинг 67
3. Управување со залихите 68
3.1. Релевантни трошоци на залихите 76
3.2. Модели на управување со залихите 78
3.2.1. Модел на економични нарачки (EOQ model - Economic Order Quantity).....78
3.2.2. Метода на „сигнализирачки“ залихи 79
3.3. Методи на контрола на залихите 80
3.3.1. Метода точно на време-Just in time 80
3.3.2. АБЦ метода на контрола на залихите 82
3.4. Показатели за ефикасноста на управување со залихите 82

ГЛАВА 3

ФИНАНСИСКАТА РАЦИОАНАЛИЗА КАКО ОСНОВА ЗА ЕФИКАСНО УПРАВУВАЊЕ СО РАБОТНИОТ КАПИТАЛ

1. Поим, цели и задачи на финансиската анализа 84
2. Показатели на ликвидност 85
2.1. Тековна ликвидност 86
2.2. Брза ликвидност–Ацид тест 87
2.3. Нето обртни средства–работен капитал 88
3. Показатели на деловна активност –обрт на деловните средства 89
3.1. Обрт на побарувањата од купувачите 90
3.2. Обрт на обврските кон добавувачите 91
3.3. Обрт на залихи 92
4. Показатели на пазарната вредност на компанијата 93
4.1. Нето добивка по акција 94
4.2. Однос пазарна цена и нето добивка по акција 95
4.3. Показател на исплата на дивиденда 95
4.4. Дивидендна стапка 96
4.5. Книговодствена вредност по акција 96
5. Кеш флоу анализа.....97

ГЛАВА 4

1. Студија на случај Анализа на работниот капитал на компанијата „Х” 103

ЗАКЛУЧОК.....109

ПРЕГЛЕД НА КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА.....115

УПРАВУВАЊЕ СО РАБОТНИОТ КАПИТАЛ НА КОМПАНИИТЕ

Апстракт

За успешно и непречено водење на нивниот бизнис, компаниите се во постојана потрага за оптимално ниво на капитал и континуиран баланс помеѓу цената на капиталот и стапката на поврат која може да се постигне. За секој профитабилен бизнис од голема важност е структурата на финансирањето на работењето. Финансиската структура на компаниите ја претставуваат сите форми на финансиски извори кои се користат во работењето. Финансиските менаџери во компаниите имаат обврска за воспоставување на флексибилна структура на капиталот, која ќе може да се приспособи на алтернативните начини на финансирање на работењето.

Може да се заклучи дека односите во оптималната структура на капиталот на компанијата не можат да се формулираат од аспект на општоважечките стандарди. Секоја компанија, тргнувајќи од специфичните услови на работење, мора да најде оптимално решение за структурата на капиталот. На самиот почеток на инвестирање во која било дејност неопходно е обезбедување на почетен капитал во форма на постојани и обртни средства. И покрај големото значење на фиксните (нетековните) средства, од особено значење за сите компании е располагањето со доволно ликвидни средства како што е готовината, побарувања, залихи и други тековни (работни) средства.

Сосема е јасно дека управувањето со големината и структурата на обртните средства во компаниите е подеднакво важен дел од работата на менаџментот во компанијата. Предмет на анализа во овој труд се: управување со готовината, ефективноста во наплатата на побарувањата, ефикасноста во враќањето и инвестирањето на вишокот на парични средства, управување со залихите, како и финансиската рацио анализа, како основа за ефикасно деловно одлучување.

Клучни зборови: капитал, работен, оптимизација, ефикасност, деловно одлучување

MANAGMENT OF COMPANIE SWORKING CAPITAL

Abstract

For successful and smooth running of their business, companies are constantly looking for the optimal level of capital and the constant balance between cost of capital and the rate of return that can be achieved. For profitable business very big importance has the structure of financing. Financing structure means all forms of financial sources used in wjorking. Financial managers in companies have obligation to establish as many flexible capital structure as it possible, which will be able to adapt to alternative ways of financing.

It can be concluded that the relations in the optimal capital structure of the company in fact are not formulated in terms of generally applicable standards.

Therefore, every company in the specific conditions must find the optimal solution to the capital structure. At the very beginning of the investment in any business activity providing of seed capital in the form of permanent and working capital is necessary. Despite the companies' fixed assets of particular importance is the existence of more liquid assets such as cash, accounts receivable, inventories and others current (working) assets.

It becomes clear that managing the size and structure of working capital in the companies is equally important part of the work of management in the company. Especially important areas, which are subject to our analysis, are: effectivity in collection of receivables, managing cash, an efficient repayment and investment of excess cash, managing inventories, as well as ratio analysis as a basis for making rational business decisions.

Key words: capital, optimization, working, assets, effectivity, deceision making

ВОВЕД

За успешно и непречено работење, компаниите во текот на своето постоење постојано се во потрага за оптимално ниво на капитал, како и постојана рамнотежа меѓу трошокот на капиталот и стапката принос која се остварува. За деловниот капитал на компаниите од големо значење е неговата стурктура. Под структура на финансирање се подразбираат сите форми на финансиски извори кои се користат при работењето. Посебно важно е да се спомене дека во последните 30 години, со развојот на пазарот на хартии од вредност се креираат потполно нови форми на финансиски инструменти, како извори на средства за финансирање на компаниите.

Обврска на финансиските менаџери во секоја компанија е формирањето на што е можно пофлексибилна структура на капиталот, која ќе може да се приспосо-

би на алтернативните начини на финансирање на компаниите. Притоа, потребно и посакувано е континуирано зголемување на цената на акциите на компаниите. Сепак, неможноста за прецизно мерење на очекуваните релевантни трошоци за различните нивоа на долг, го прави проблемот на изнаоѓање на оптимална структура на капиталот многу сложен. Затоа, долгорочните студии на финансиската теорија и бизнис практика, насочени кон изнаоѓање на општествен модел на воспоставување и одржување на оптимална структура на капиталот, не дадоа задоволителни резултати.

Искуствата покажуваат дека односите во оптималната структура на капиталот на компанијата, всушност, не се формулираат од аспект на општоважечки стандарди. Секоја компанија, во конкретните, специфични услови на работење, мора да изнаоѓа оптимално решение за структурата на капиталот. Уште самиот почеток на инвестирање во било каква деловна активност подразбира обезбедување на почетен капитал во форма на постојани и обртни средства. Постојаните средства се нарекуваат и фиксни средства, но покрај постојаните, на компанијата ѝ се потребни и обртни (тековни) средства, како пари, залихи, побарувања и сл. Од овде станува јасно дека управувањето со големината, како и структурата на работниот капитал во компаниите, е еднакво важен дел од работата на менаџментот на компанијата, при што како посебно важни подрачја се јавуваат: ефикасноста при наплата на побарувањата, ефикасна отплата на обврските и инвестирањето на вишокот на готовина. Од особено значење е и утврдувањето на оптималното ниво на готови пари во компанијата, кое ќе овозможи како континуитет во работењето и навремено сервисирање на обврските, така и остварување на сигурни приноси од привремено слободната готовина.

Како значајно прашање во делот на управување со капиталот на компаниите е и трошокот на капиталот, како една незаменлива информациска основа при донесување на деловните одлуки од страна на менаџментот. Секој елемент во структурата на капиталот е проследен со одреден трошок, кој ја претставува бараната стапка на принос која ги задоволува очекувањата на снабдувачите на капитал.

Во овој труд се опфатени и основните финансиски показатели кои се користат како основа при донесување на рационални деловни одлуки, како: показатели на ликвидност, показатели на деловна активност (обрт на деловните средства), показатели на рентабилност и показатели на финансиска структура (задолженост).

Менаџментот на компанијата мора постојано да го има предвид фактот дека системот на управување со работниот капитал е еден од клучните фактори за успех во работењето. Управувањето со работниот капитал на компаниите воопшто не е лесна работа и бара, покрај познавање на основните прашања поврзани со организацијата на работата, конкуренцијата, влијанието на факторите од окружувањето, организација на функциите на набавка, производство и продажба, и многу пошироки познавања од областа на финансиите и примена на раз-лични пресметки, врз основа на кои се донесуваат деловните одлуки.

Успешноста во работењето, особено на малите и средните компании, во голема мера зависи од способноста на сопствениците и менаџерите да управуваат со работниот капитал, кој овозможува непречено, континуирано работење, преку вложување на оптимално ниво на средства, во насока на остварување на повисока профитабилност.

Магистерскиот труд е конципиран на следниот начин:

Првиот дел носи наслов **„Поим, структура и значење на работниот капитал**“, и во него се разработени прашањата поврзани со: поим за работен капитал; структура и факторите кои влијаат на структурата на работниот капитал; значењето на работниот капитал за успешноста на работењето на компаниите; и трошокот (цената) на стекнување на овој вид на капитал.

Во вториот дел „**Управување со компонентите на работниот капитал на компаниите**" детално се анализира начинот на управување со одделните делови на работниот капитал: управување со готовината и краткорочните хартии од вредност; управување со побарувањата и нивната наплата; управување со залихите; управување со краткорочниот долг.

Третиот **дел „Финансиската рацио анализа како основа за ефикасно управување со работниот капитал**" ги опфаќа неколкуте групи на финансиски показатели преку кои се пресметува и интерпретира: ликвидноста на компаниите; ефикасноста во користењето на деловните средства; пазарната вредност на компанијата и анализата на готовинскиот тек.

Четвртиот дел, „**Студија на случај**" опфаќа илустрација на примената на анализата на работниот капитал на избрана компанија, со цел за оценка на нејзиното работење за потребите на ефикасно деловно одлучување.

ГЛАВА 1

ПОИМ, СТРУКТУРА И ЗНАЧЕЊЕ НА РАБОТНИОТ КАПИТАЛ

1. Поим за капитал и неговата структура

Капиталот претставува економска вредност која се вложува во компаниите со цел за негово зголемување и стекнување на одредена корист. Поимот капитал може да се разгледува од повеќе аспекти, како на пример:

- од аспект на профитот, односно користа која ја стекнува неговиот сопственик;
- во однос на неговото учество во економскиот систем на земјата;

- од аспект на неговото учество во производството.

Капиталот може да се вложи како во производниот така и во непроизводниот сектор, меѓутоа најважно е да се истакне целта на неговото вложување, која е насочена кон негово оплодување, односно остварување на поголема вредност од сопствената, т.е. вложената. Со оглед на тоа дека капиталот не претставува природно добро, тој мора да се произведе или да се позајми. Во поимот капитал се вбројуваат сите произведени добра (згради, машини, фабрики) кои се вложуваат во производството, со цел тој ист капитал да се зголеми. Потребно е поимот капитал да се разликува од личната сопственост, на пример семејна куќа на сопственикот на бизнисот, којашто не може да смета за капитал, со оглед на тоа дека се живее во неа и истата не учествува во призводниот процес. Меѓутоа, кога тој ист објект, односно семејна куќа, ќе се продаде и добиените средства ќе се вложат во производство или за купување на некоја зграда, трговски објект, машини и слично, на тој начин стекнатите средства ќе претставуваат капитал.

Капиталот претставува економска вредност која треба да се „оплоди" како би се добила додадена вредност. Капиталот може да биде физички (производствен и деловен простор, машини и опрема, суровини, полупроизводи и готови производи) и финансиски (готовина, хартии од вредност и сл.).

Една од многуте дефиниции за поимот капитал во економијата го опишува капиталот како произведено трајно добро кое е подготвено за понатамошно користење во производството, односно за вложување во опрема, згради и останати средства. Поимот капитал може да се однесува и на готовината, како финансиска форма на капиталот.

Согласно со Меѓународните сметководствени стандарди, основната главница на компанијата ја претставува капиталот, без оглед на тоа каков тип на имот (средства) вклучува: влогови на индивидуални инвеститори, вредност на издадени акции и сл. Постојат три вида на капитал: сопствен капитал, партнерство и акционерски капитал.

Сопствен капитал е капиталот во сопственост на еден единствен сопственик, односно капитал чија сопственост е на едно лице. Сопственикот сноси

неограничена одговорност за обврските со целокупниот свој имот, кој го вклучува како имотот вложен во компанијата, така и целокупниот личен имот.

Капиталот кој претставува дел од едно партнерство претставува капитал вложен од страна на сопствениците на тоа партнерство, односно компанија. По своите карактеристики претставува идентичен вид на капитал како сопствениот, но во овој случај сопствениците имаат ограничена одговорност во врска со вложените средства, т.е. тие одговараат само со вложениот капитал во компанијата, а не и со личниот имот.

Третиот вид на капитал претставува акционерскиот капитал. Овој капитал е составен од акции и има висок степен на мобилност на пазарот на капитал. Одговорноста на неговите сопственици е ограничена само на износот на вложените средства. Сопственоста на компаниите (акционерските друштва) е претставена во два главни дела: акционерски капитал (основна главнина) и акумулиран капитал. Вредноста на акционерскиот капитал на друштвото се изразува преку сметководствената вредност на вкупниот број на издадени акции (единица на акционерскиот капитал – номиналната вредност по акција).

Акционерскиот капитал има свој постојан извор на средства, односно постојаниот дел од акционерскиот капитал на компанијата, во нормални работни услови не може да се повлече. Вториот дел од акционерскиот капитал го претставува капиталот кумулиран од работењето (остатокот од нераспределената добивка), кој се добива како разлика помеѓу кумулираниот профит на компанијата и сите загуби.

1.1. Фактори кои ја детерминираат структурата на капиталот на компаниите

Менаџментот во една компанија решава за формирањето на структурата на капиталот врз основа на специфичните карактеристики и условите на стопанисување во една национална економија.

Објективни околности што ја детерминираат структурата на капиталот се следниве:

1. Развојната фаза на деловниот субјект;

2. Структурата на користените средства;

3. Функционалните карактеристики на деловниот субјект.

1. Развојната фаза на деловниот субјект. Развојната фаза во која се наоѓа компанијата е значаен фактор кој ја определува структурата на нејзиниот капитал. Во процесот на развој на деловниот субјект се издвојуваат три фази и тоа:

- Фаза на воведување на деловниот субјект во работа;
- Фаза на експанзија;
- Фаза на зрелост.

Потребата од капитал варира во зависност од тоа во која фаза од развојот се наоѓа компанијата. За да започне со деловната активност, секој субјект треба да обезбеди капитал во определен обем. Забележително е дека во почетната фаза од развојот на компаниите превладува сопствениот капитал, додека учеството на туѓиот капитал вообичаено е сведено на минимум, при што најчесто се работи за краткорочни кредити што се обезбедени од финансиски институции и деловни партнери. Како исклучок од ова правило се јавуваат компаниите чија дејност е одјавен интерес (производство и дистрибуција на електрична енергија, топлификација, сообраќај и сл.), кои можат да обезбедат туѓ капитал уште во почетната фаза на деловната активност, што е овозможено од нивната монополска положба, високиот степен на стабилност и очекуваната добивка. Капиталната структура кај овој тип компании е составена од сопствениот капитал и капиталот што е обезбеден со долгорочно задолжување, преку емисија на долгорочни обврзници.

Потребата за капитал особено се интензивира во фазата на експанзија. Имено, потребата за поинтензивно инвестирање за зголемување на капацитетите е поттикната од брзиот раст на побарувачката за производите и услугите на де-

ловниот субјект. Притоа, и покрај тоа што субјектот успешно работи, вообичаено акумулираната добивка не ги задоволува потребите за капитал. Поради доброто деловно работење компанијата ја добива довербата на инвеститорите и, како резултат на добрите производни и финансиски резултати, може да обезбеди дополнителен капитал преку емисија на акции, обврзници или преку користење различни видови краткорочни и долгорочни кредити. Во ваква ситуација компанијата треба да биде во состојба да ги поднесе трошоците на финансирање кои се релативно повисоки.

Во фазата на зрелост, пак, деловните активности на субјектот се стабилизираат и поради тоа не доаѓа толку до израз потребата од капитал. Исто така, намалено е учеството на туѓиот капитал преку отплата на претходните долгови, додека учеството на сопствениот капитал во структурата на капиталот бележи зголемување.[1]

2. Структурата на користените средства. Врз структурата на капиталот значително влијание има и структурата на средствата на компанијата. Ако учеството на фиксните средства во структурата на капиталот е високо, тогаш ќе биде превладувачко присуството на капитал што е обезбеден со долгорочно задолжување и сопствен капитал, додека учеството на капиталот што е обезбеден со краткорочно задолжување ќе биде релативно помало. Оваа капитална структура, исто така, е условена и од убедувањето на кредиторите во врска со пласманот на сопствените средства. Кредиторите гледаат поголема сигурност во вложувањето на своите средства во деловните субјекти кај коишто доминираат фиксните средства. Ова верување произлегува од фактот дека, доколку кредитопримачот биде доведен во тешка финансиска состојба, најнапред ќе исчезнат ликвидните средства и затоа кредиторот можноста за наплата на своите побарувања ќе ја бара во фиксните средства. Сепак, практиката покажува дека кредиторите, кога ги пласираат своите средства, не тргнуваат секогаш од учеството на фиксните во вкупните средства на деловниот субјект, туку ја земаат предвид и можноста за нивно иско-

[1] Спасов С. „Финансиски менаџмент“, Економски факултет, Скопје, 1997, стр. 76.

ристување во ситуација ако враќањето на вложените средства биде доведено во прашање.

3. Функционалните карактеристики на деловниот субјект. Капиталната структура е детерминирана од функционалните карактеристики на деловниот субјект кои се согледуваат преку стапката на добивка, стабилноста на работењето и степенот на деловен ризик. Поголемата стабилност во работењето и помалиот деловен ризик придонесуваат компанијата да го финансира своето работење преку долгорочно задолжување и емисија на акции. Во обратна ситуација, пак, доколку компаниите работат со ниски стапки на добивка и висок степен на деловен ризик, во структурата на капиталот преовладувачки ќе биде сопствениот капитал.

.

2. Традиционална теорија на капиталот

Капиталот всушност го претставува кој било ресурс кој обезбедува одреден принос, во тек на одреден период. Порано се сметало дека капиталот ги опфаќа само видливите ресурси (фабрики, згради и сл.), кои се користат за остварување на профит. Денес под капитал се подразбираат како материјалните, така и нематеријалните ресурси, како што се човечкиот капитал (хуман капитал), каде што производствената способност (знаење, вештини и сл.) како дел од поединецот, произлегуваат како резултат на образованието, личното искуство и др. Капиталот, како еден широк поим кој опфаќа многу зависности меѓу материјалното и нематеријалното во една компанија, и самата природа на капиталот, се објаснети со повеќе теории за капиталот.[2]

- ***Марксова теорија на капиталот***

[2] Natasa Golubović, Ekonomski fakultet Niš, 04.09.2008.

Во марксистичката анализа капиталот настанува во општествените односи помеѓу две спротиставени класи и тоа буржоазиската и работничката класа, низ процесот на производство и потрошувачка. Во оваа теорија капиталот се јавува како општествен однос. Всушност, капиталот не се ниту добрата ниту парите сами по себе, туку истите тие добра и пари се претвораат во капитал во капиталистичкиот начин на производство. Односите во распределбата се одредени со односите во производството: како капиталистичкиот начин на производство се заснова на приватната капиталистичка сопственост над средствата за производство, со тоа и распределбата се врши по принципот на приватна сопственост.

За да се произведе одреден производ потребно е да се ангажираат работници, капитал и земја. Тоа значи дека капиталот и стоката ја организират работата, треба да располага со одреден капитал, од кој што еден дел ќе се употреби за купување на средства за производство, а другиот дел за плати на ангажираната работна сила. Со оглед на тоа дека капиталистот ги купил факторите на производство и го организирал производниот процес, тој се стекнува со целокупниот резултат од производството. Кога капиталистот ќе го продаде производот на пазарот (еквивалентна размена), тој од реализираната вредност ги надоместува потрошените средства за произведениот производ, ги исплаќа платите на работниците и присвојува одредена сума на профит. Работникот пак, од својата плата купува добра и услуги, со што ја репродуцира својата работна сила, при што за да обезбеди средства за живот работникот треба повторно да му ја продаде својата работна сила на капиталистот. Така, на страната на работничката класа се создаваат услови за репродукција на најмениот работен однос.

Капиталистот на пазарот ја купува работната сила како вид на производ по пазарна цена (еквивалентна размена). За разлика од другите фактори на производство, работната сила е во можност да создаде вредност која е поголема од својата сопствена вредност. Разликата помеѓу вкупната вредост која работникот ја прави во процесот на производство и нештата на таа вредност кои се добиваат во распределбата (по основа на еквивалентна размена) во форма на наемнини, претставува профит. Капиталистот на работникот му плаќа само еден дел од произведениот производ, што значи дека производот е резултат и на неплатениот

труд на работникот. Капиталистот го присвојува профитот дури по реализацијата на производите и услугите на пазарот, при што профитот го претставува реализираниот вишок на вредност. На ниво на националната економија, масата профит е еднаква со масата на произведениот вишок на вредност.

Како резултат на процесот на производството и размената, капиталот претстваува додатна вредност. Вишокот на вредност претставува разлика помеѓу стварната и капиталистичката вредност на стоката, и претставува категорија на производството, додека профитот претставува реализираниот вишок на вредноста и претставува категорија на распределбата.

Маркс го сметал капиталот како вишок на вредност (создаден во процесот на производството, а реализиран преку размената), кој се користи како цел за понатамошно создавање на профит. Ако се фокусираме на производство на вишок на вредност, тогаш капиталот може да се дефинира и како инвестиција со очекуван принос на капитал. Во оваа шема на капиталистичкиот капитал, тој претставува од една страна дел од добиениот вишок на вредност кој го произвела работната сила и кој го присвојуваат капиталистите, а од друга страна пак, капиталот претставува инвестиција во производсвото од страна на капиталистите, со очекуван принос на пазарот. Капиталот како дел од вишокот на вредност е резултат на вишокот на вредност, но истовремено претставува и дел од процесот на инвестирање низ кој тој вишок се создава и присвојува. Доминантната класа, т.н. класа која ги контролира средствата за производство, е таа класа која инвестира и ја присвојува таа вредност. Средствата за производство се создаваат и акумулираат во вид на капитал.

Марксовата теорија[3] за капиталот во основа се заснова на експлоататорскиот општествен однос помеѓу две класи. Идејата дека суштината на капиталот е во инвестирање на средствата со цел создавање на профит, е содржана во сите останати теории за капиталот. Меѓутоа, во Марксовата теорија за капиталот и инвестирањето и присвојувањето на профитот е врзано само за капиталис-

[3]*Karl Marks*;(Njemačka 5. maj 1818. – London, 14. mart 1883.), njemački filozof.

тичката класа.Трудот ангажиран во процесот на производство не произведува, ниту акумулира капитал за работничката класа.

Оваа тероија на капиталот се заснова на аргументите дека класната диференцијација е фундаментална во капиталистичкото општество, каде експлоататорската класа ги контролира средствата за производство и го присвојува целиот вишок на вредност кој го создава (експлоатираната) работнчката класа. Развојот на теоријата за капиталот во последните децении суштински е модификуван, а во некои случаи е елиминирано и класното објаснување како неопходно. Наместо да се разгледува како фактор во експлоататорскиот однос помеѓу капиталистите и работниците, во теориите на човечкиот и културниот капитал, работата се разгледува како фактор којшто генерира капитал за самите работници.

- **Неокласична тероија на капиталот**

Во неокласичната теорија, на капиталот се гледа како еден од факторите на производство, покрај земјата и работниците. Овој фактор на производство е мерлив во хомогени единици, без оглед на конкретниот физички состав. Како и останатите фактори на производство и овој фактор е продуктивен, а продуктивните услуги на капиталот се плаќаат како и другите стоки и услуги. Цената на употребениот капитал е каматната, односно профитната стапка, а доходот од капиталот го претставува профитот. Основните атрибути на капиталот се да ги претставува акумулираните ресурси кои обезбедуваат приноси во иднина. На страната на вложувањата (инпутите) се неопходни инвестиции со цел за производство на трајни добра, на страната пак на резултатите (аутпутите), мора да постои способност за генеририрање на профит.

Капиталот има своја цена, бидејќи е редок односно ограничен, а неговата оптимална алокација, односно употреба, се постигнува во односите на понудата и побарувачката, односно во процесот на размената. Таквото видување доведува

да профитната стапка, односно профитот, е награда за жртвата (временска или просторна) остварена преку процесот на создавање на капиталот. Меѓузависноста на остварените резултати и вложувањата во неокласичната теорија се претставени преку производната функција, како математички однос помеѓу вложувањата (инпутите) и резултатите (аутпутите). Рамнотежата се постигнува со комбинација на вложените фактори на производството, кои овозможуваат најниско ниво на трошоци за даден обем на производство.

Во процесот на воспоставување на рамнотежа постои таков однос на капиталот спрема работата, да граничниот производ на капиталот е еднаков на профитот, а граничниот производ на работата е еднаков на наемнините. Во овој однос, одредена е и распределба на произведената вредност на заработка и профит.

Од производните функции директно следува дека цените на факторите на производство се одредени од технолошките карактеристики на производството, а со тоа и односите на распределба-профитната стапка, како гранична продуктивност на капиталот и стапката на наемнина, како гранична продуктивност на трудот. Граничниот производ се изразува преку зголемување на обемот на производство остварено со ангажирање на додатна (гранична) единица на некој од факторите на производство. Исто така и распределбата е одредена ендогено – начинот на распределба е одреден од технолошките карактеристики на економијата и тој е, по неокласицистите, независен од владејачките односи на производство. Вкупниот производ претставува функција на ангажираните фактори на производство: трудот, капиталот и земјата, а производната функција го покажува максималниот производ кој може да се добие со комбинација на производните фактори. На секој фактор на производство му припаѓа доход во сооднос со размерот на неговата гранична продуктивност, односно на трудот-наемнина, капиталот-профит, земјата-земјишна рента.

3. Структура на работниот капитал

Структурата на капиталот е претставена преку видовите на капитал со кои располага компанијата. Типови на капитал кои најчесто се среќаваат и им стојат на располагање на инвеститорите во компаниите се: обични акции, издавањето на приоритетни односно преференцијални акции, заеми и обврзници и задржаната добивка. Сите овие категории кои ја чинат структурата на капиталот имаат своја цена на чинење, т.е. барани стапки на принос.

Целта е да се испита дали инвеститорите можат да ја детерминираат оптималната финансиска политика (оптимална финансиска структура) која ќе резултира со минимална просечна стапка на капиталот, а преку тоа и со максимизација на вредноста на капиталот на компанијата.

Капиталот не се прикажува како една ставка, туку се врши негова класификација на: запишан, а неуплатен капитал (група 90), запишан основен капитал што е уплатен (група 90), премии на емитирани акции (група 91), ревалоризациска резерва (група 93), резерви (група 94), акумулирана добивка и добивка за финансиската година (група 95), пренесена загуба и загуба за финансиската година (група 96) и вонбилансната евиденција (група 99)[4].

Компонирањето на адекватна структура на капиталот во компанијата претставува сложен проблем. Традиционалното финансиско правило бара односот на сопствениот и позајмениот капитал да биде 1:1. Меѓутоа, во услови на современо работење на компаниите ова правило во основа е надминато. Аналогно на тоа, се смета дека современите компании треба да се одлучат за таков однос на долгот и акционерскиот капитал кој ќе ја максимизира вредноста на обичните акции, односно ќе ја максимизира вредноста на целата компанија. Во најголем број на случаи самата компанија може да одбере каква сака структура на капиталот, согласно на тоа, современите истражувања покажале дека компаните слични по дејност настојуваат да имаат иста структура на капиталот, што укажува на тоа дека природата на нивните средства како и нивното работење главно ја детерминираат структурата на капиталот.

[4] Виолета Карамаркова, јуни, 2012.

Исто така е утврдено дека компаниите во структурата на капиталот вклучуваат поголем износ на долг, тогаш кога растат маргиналните даночни стапки и тогаш кога постои јасно одвојување на функцијата на управување од функцијата сопственишство. Од друга страна пак, компаниите одат кон намалување на долгот тогаш кога имаат нестабилни и променливи парични текови, тогаш кога не постои можност за контрола и кога постои потреба за флексибилност во поглед на донесување на одлуки во иднина.

Освен тоа, истражувањата покажале дека финансиските менаџери при изборот на структурата на капиталот предност им даваат на акумулираната добивка и на капиталот од емисија на чисти и конвертабилни обврзници. Имено, доколку не можат да се финансираат со претходно споменатите извори, компаниите во структурата на капиталот го вклучуваат и капиталот при бавен обем и емисија на обични и приоритетни акции, притоа, секогаш кога е можно финансиските менаџери одат на финасирање со т.н. чисти извори (емисија на акции и обврзници). Само во случај кога не им преостанува ништо друго, тие вообичаено одат на финасирање со емисија на хибридни хартии од вредност.

Од друга страна пак, како основна причина за избегнување на финансирање преку емисијата акции се смета избегнувањето на разводнување на капиталот на компанијата.

Обврска на финансиските менаџери во една компанија е да воспостават што е можно поголема флексибилност на структурата на капиталот, која ќе може да се приспособи на алтернативните методи на финансирање на компаниите, притоа водејќи сметка за максимизација на цената на акциите на компанијата.

Структурата на капиталот во една компанија де факто ја чинат следните елементи:

1.сопствен капитал;

2. долгорочен позајмен капитал;

3. хибриден капитал (хибридни хартии од вредност).[5]

Со оглед на значајноста на наведените елементи на структурата на капиталот, секој од нив ќе биде посебно и детално објаснет.

3.1. Сопствен капитал

Сопствениот капитал во компаниите го сочинува капиталот од емисија на обични акции и акумулираната добивка. Во врска со ова, треба да се има предвид дека поимот сопствен капитал е потесен поим од сопствените извори кои опфаќаат и издвојување во вид на амортизација. Меѓутоа, издвојувањата во вид на амортизација вообичаено не се земаат предвид кога се работи за структурата на капиталот на компанијата, бидејќи не фигурираат како извор на финансирање во билансот на состојба, посебно во големите компании кои имаат сразмерно високи вложувања во фиксен капитал. Всушност, издвојувањата на име на амортизација не претставуваат зголемување на деловните средства, со кои е потребно да се зголемат некои од позициите од пасивата на билансот на состојба.

а) Капитал од емисија на обични акции

Капиталот од емисија на обични акции се формира преку емисија и продажба на обични акции на пазарот на хартии од вредност и се смета за сопствен траен извор на финансирање на компаниите. Меѓутоа, пошироко гледано, акционерскиот капитал го опфаќа освен овој капитал и капиталот од емисија на преференцијални (приоритени) акции. Акционерскиот капитал од преференцијални акции претставува хибриден капитал, бидејќи во структурата на самите преференцијални акции се комбинирани карактеристиките на обичните акциии на долгорочниот долг.

Акциите имаат своја емисиона и номинална вредност, која се утврдува врз основа на договор, односно одлука од страна на акционерите во компанијата. Бројот на продадени и уплатени акции ја претставува книговодствената вредност на акционерскиот капитал, кој се јавува во пасивата на билансот на состојба на ком-

[5] Ibid, 140

панијата. Акционерскиот капитал во пасивата се искажува по номиналната вредност. Ако емитираните акции на компанијата се продадат со премија, односно по цена која е поголема од номиналната, остварената разлика во цената на акциите се издвојува како посебна позиција, која во билансот обично се сретнува под името капитална добивка.

Емисијата и продажбата на акциите може да биде вршена директно од страна на самиот емитент или може да биде доверена на некоја посебна финансиска институција, која посредува помеѓу компанијата и непосредниот купувач на акции. За таа услуга посредникот го добива својот надомест во вид на провизија, која за компанијата претставува дополнителен трошок, бидејќи го намалува паричниот прилив од продадените акции, односно вредноста на акционерскиот капитал. Меѓутоа и во овој случај акционерскиот капитал се искажува по номинална вредност, односно по цената која ја плаќаат купувачите на акциите, при што посредничката провизија се третира како тековен расход. Ваквиот третман на посредничката провизија се објаснува со потребата за посебно искажување на трошоците на емисијата, за аналитички цели, што е особено значајно од аспект на утврдување на цената на капиталот во една компанија. Покрај посредничката провизија, емисијата на акциите е пропратена и со други трошоци за самата компанија, како што се административни трошоци за подготовка на емисијата и трошоци за печатење на самите акции.

Гледано од аспект на емитентот - компанијата, финансирањето со емисија на обични акции има одредени предности, меѓу кои треба да се издвојат оние најважните.

Прво, обичните акции не ја обврзуваат компанијата да врши фиксно плаќање на акционерите. Ако компанијата оствари добивка и нема некои поголеми интерни потреби за нејзина употреба, компанијата може да исплати дивиденда. Меѓутоа, во случај кога компанијата користи кредит, позајмици или други форми на долг, таа мора најпрво да ја исплати каматата, независно од условите на работа и паричните текови кои ги остварува.

Второ, обичните акции немаат рок на доспевање, што значи дека никогаш не мора да бидат исплатени, додека тоа не е случај кога финансирањето се врши со емитирање на долг.

Трето, со оглед дека обичните акции ги штитат кредиторите од загуба, произлегува дека нивната продажба ја зголемува кредитната способност на компанијата, што придонесува за зголемување на идната способност за ангажирање на долг. Во контекст на претходно наведеното, треба да се има предвид дека компаниите секогаш ќе преферираат финансирање преку емисија на обични акции, кога во структурата на капиталот има помалку акционерски капитал во однос на тоа што се смета за потребно. Во спротивно, компаниите нема да сакаат да се финасираат преку емисија на обични акции[6]. Мотивот за пласман во обични акции се огледа во очекувањето на инвеститорите дека цената на капиталот постојано ќе расте, односно дека со нивната продажба секогаш можат да добијат повеќе од износот кој го платиле за истите тие акции. Практиката покажала дека преку пласман на обични акции се остварува поголем принос од приносот на некои други видови на вложувања.

Во моментот на купување на акциите, инвеститорите се изложени на двоен ризик: прво, ризикот дека емитентот (компанијата) ќе работи лошо, и второ, ризикот дека цената на акцијата ќе падне. Меѓутоа, во најголем случај инвеститорите можат да ја изгубат само вложената сума на средства. Всушност, акционерите не одговараат за долговите на компанијата чии акции ги поседуваат, односно тие учествуваат во покривање на таквите долгови само до висината на инвестираните средства.

б) Акумулирана добивка

Акумулираната добивка може да се дефинира како интерен, сопствен и траен капитал кој настанал како резултат на остварената нето добивка во работењето на компанијата. Во компаниите кои работат нормално и кои водат

[6]V. Bogojević Arsić, „Korporativne finansije“, FON, Beograd, 2005, 293.

сметка за својот постојан раст, вкупниот износ на нето добивката не може да им биде исплатен на акционерите во вид на дивиденда. Имено, еден нејзин дел мора да биде задржан и реинвестиран во работењето како интерен извор, наменет пред сè за финансирање на идниот раст и развој на компанијата.Овој дел од нето добивката кој останува во компанијата се искажува во билансот на состојба како позиција на акумулирана добивка и означува периодично зголемување на сопствениот капитал кој потекнува од претходното работење.

Аналогно на наведеното, станува јасно дека може да дојде до конфликт на интереси на акционерите, кои настојуваат да примат максимален износ на дивиденда, и на менаџерите, кои имаат обврска да обезбедат опстанок и раст на компанијата. Во врска со тоа, очигледно е дека распределбата на нето добивката на акумулација и на дивиденда претставува сериозен „деловно-политички“ проблем на органот на управување, во чиешто разрешување финансиските менаџери играат значајна улога. Ова е особено значајно прашање, бидејќи од акумулираната добивка зависи и пристапот кон останатите извори на финансирање, било сопствени или позајмени. Земајќи го предвид дејството на различните фактори, органите на управување треба да усвојат одредена политика на распределба, односно политика на акумулација. Притоа, политиката на акумулација треба да се третира како интегрален дел на развојната политика на компанијата и треба да биде максимално приспособена на потребите за финансиски средства, кои произлегуваат од планот на капиталните вложувања на компанијата.

Аналогно на тоа, остварената нето добивка треба да се акумулира сè дотогаш додека нејзиното вложување ветува поголема стапка на принос од цената на капиталот на компанијата. Спротивно на тоа, ако од интерното вложување се очекува помала стапка на принос (рентабилност) од цената на капиталот, тогаш може да се оди кон исплата на поголеми дивиденди за акционерите.

Меѓутоа, во поширокатa литература постојат и други ставови по ова прашање. Имено, постои сфаќање дека дивидендата во современите компании има карактер на фиксен принос на вложениот капитал, слично на каматата на долгот, но со поголем степен на ризик, што претставува и основа за определување на ком-

панијата за стабилна дивидендна политика. Но, стабилната дивидендна политика има за последица варирање на акумулираната добивка, како извор на самофинансирање, како резултат на периодичните флуктуации на остварената нето добивка.

Акумулираната добивка се разгледува како разлика помеѓу остварената нето добивка и исплатената дивиденда на акционерите и не претставува расположлива готовина, бидејќи на компанијата може да ѝ недостасува готовина дури и тогаш кога има вишок на салдо на акумулирана добивка во билансот на состојба. Меѓутоа, за акционерите акумулираната добивка е исто што и готовината, заради што тие вршат притисок на органот на управување за исплата на поголема дивиденда. Излезот од оваа конфликтна ситуација се наоѓа во исплатата на т.н. дивидендни акции кои не го намалуваат сопствениот капитал на компанијата, бидејќи претставуваат едноставен капитал и акумулираната добивка, односно нејзина трансформација во акционерски капитал, која се врши по пазарна вредност на акциите. Во врска со ова, капитализацијата на акумулираната добивка значи и официјална и формална одлука на органот на управување дека сразмерниот износ на зголемување на средствата од редовното работење треба да остане во компанијата и дека не е располиожлив за исплата на дивиденда. На овој начин не доаѓа до исплата на задржаниот дел од нето добивката, туку доколку некој акционер чувствува потреба за готовина, може добиените дивидендни акции да ги продаде на пазарот, со што всушност го продава и својот дел во компанијата.

Освен наведениот начин, органите на управување можат да одлучат да задржат дел од остварената нето добивка од работењето и наменски да ја резервираат. Во билансот на состојба овие резервирања се искажуваат на сметката резерви, од кои позначајни се: резерви за експанзија, кои означуваат дел од акумулираната добивка кој е наменет за вложувања во нови средства; резервите за случаи на неизвесност ја изразуваат проценката на органите на управување дека одредени средства ќе бидат потребни за покривање на нередовни потреби или за подмирување на можни обврски кои сè уште немаат статус на обврски; резервите за можен пад на вредноста на залихите се наменети за покривање на загубата која се очекува поради продажба на залихите по цена пониска од вредноста искажана во билансот на состојба; резерви за повлекување на хартии од вредност,

означуваат наменски извор на издвоени средства кои се акумулираат по одреден систематски план за повлекување на обврзници и преференцијални акции во рокот на нивното доспевање и сл.

Сите овие резерви не претставуваат готовина, туку прераспределба на сопствениот капитал со која кумулираната добивка се намалува, а резервите се зголемуваат. Притоа, оваа распределба не мора воедно да доведе до каква било промена на средствата (од аспект на активата).[7]

3.2. Долгорочен позајмен капитал

Познато е дека економски е нерационално да се очекува дека компаниите својот раст и развој можат да го финасираат исклучиво ангажирајќи сопствен капитал. Кога се работи за финансирање на капиталните вложувања, компанијата се потпира и на позајмени извори на финансирање, кои заедно со сопствените извори ја чинат структурата на капиталот. Притоа, треба да се нагласи дека структурата на капиталот е потесен поим од поимот финасиска структура, бидејќи краткорочните долгови, поради краткорочното доспевање, не можат да бидат користени за финансирање на капитални вложувања, кои имаат долгорочен карактер. Долгорочно позајмениот капитал (долгорочен долг) го сочинуваат сите видови на долг на компанијата кои имаат рок на доспевање подолг од една година. Од ваквата класификација на структурата на капиталот произлегува дека под долгорочен долг треба да се подразберат сите видови на долгорочни кредити и капиталот прибавен од емисијата на долгорочни обврзници.

Долгорочниот долг се разликува од сопствениот капитал на компанијата поради своите специфичности. За разлика од сопствениот капитал кој претставува перманентен извор за финансирање, за кој не постои обврска за враќање, долгорочниот долг претставува обврска која компанијата мора да ја исплати во одреден рок и под одредени услови, кои се утврдени со договор помеѓу компанијата-заемобарател и доверителот. Неисплатата на ваквите обврски од страна на компани-

[7]D. Krasulja, „Poslovne finansije“, II deo, Ekonomski fakultet, Beograd, 1998, 11-12.

јата-должник му дава право на доверителот да преземе средства од компанијата или да ја форсира нејзината ликвидација, со цел да ги наплати доспеаните побарувања.

Анализирајќи го учеството на долгорочниот долг во остварената добивка на компанијата, може да се каже дека правото на доверителите е фиксно и приоритетно во однос на правото на сопствениците на капиталот. Ова право е фиксно поради тоа што приносот на доверителот е лимитиран на договорената каматна стапка на износот на долгот, независно од остварениот финасиски резултат на компанијата. Всушност, токму лимитирачкиот карактер на приносот им дава на доверителите право кое е приоритетно во однос на правото на сопствениците на дивиденда. Од тие причини, каматата на долгот има третман на трошок од работењето и се надоместува од добивката, односно добивката пред оданочување, додека дивидендата нема третман на трошок и се надоместува на товар на нето добивката, односно добивката по оданочување. Истото ова се однесува и на правото на доверителите над средствата во случај на ликвидација на компанијата, при што истите имаат приоритет во однос на сопствениците на компанијата, а е лимитирано на остатокот на долгот и неплатената камата. Важно е да се напомене и тоа дека за разлика од сопствениците на компанијата кои имаат право на глас во органите на управување, доверителите го немаат ова право, но преку условите на финансирање кои се предвидуваат во договорот за долгот, можат значајно да влијаат на деловните одлуки на компанијата.

Во продолжение ќе бидат објаснети двата значајни долгорочни извори на средства за компаниите: а) капитал од емисија на обврзници; б) долгорочни кредити.

а) Капитал од емисија на обврзници

Најзастапена форма на долгорочен долг во современите компании претставуваат обврзниците. Долгорочните обврзници претставуваат хартии од вредност со рок на доспевање подолг од една година, при што нивниот издавач (емитент) ја презема обврската дека во утврдениот рок ќе ја исплати вредноста на која гласи

обврзницата (номинална вредност) и дека ќе врши периодична исплата на каматата, по однапред утврдена каматна стапка. Долгорочните обврзници може да ги издава државата и нејзините агенции, како и претпријатијата, банките и другите финансиски институции.

Обврзницата, како извор на финасирање, настанала како резултат на недостаток на трајни извори на средства и неможност на компанијата поголем износ на потребен капитал да позајми одеден извор. Обврзниците се користат како погодна форма на финансирање со која долгорочните потреби за капитал се разделуваат на помали делови, што ѝ овозможува на компанијата преку продажба на обврзниците да придобие значајно поголема сума на пари во однос на случајот кога неговото прибавување се врши само од еден кредитен извор.

Условите на задолжување со издавање на обврзници се предвидуваат со договор за задолжување, во кој се прецизираат обврските и правата на емитентот (компанијата) и инвеститорот во обврзници. Тој договор се составува во писмена форма и детално ги регулира правата и обврските во поглед на висината на долгот, плаќањето на каматата, обезбедувањето на долгот (заштитни клаузули) и слично. Со цел за полесна комуникација помеѓу емитентот и ималелот на обврзницата, обично се воведува институција-посредник, како легален претставник на сопственикот на обврзницата. Улогата на посредник најчесто ја вршат големи комерцијални банки кои всушност ги штитат интересите на сопствениците на обврзиците и работат во нивна корист. Во врска со ова, посредникот има три обврски**.**

- **Прво,** посредникот ја потврдува емисијата на обврзницата и врши проверка дали се исполнети сите законски одредби за склучување на договор за емисијата.
- **Второ,** посредникот ја контролира компанијата дали ги извршува своите обврски кои произлегуваат од договорот за емисија.
- **Трето**, посредникот е задолжен за преземање на заштитни мерки во интерес на имателите на обврзниците, доколку компанијата-должник не ги извр-

шува своите обврски во поглед на плаќање на каматата и главницата на долгот.

Генерално гледано, посредникот му оневозможува на издавачот на обврзницата од која било причина да го загрози квалитетот на обврзницата, и на тој начин овозможува заштита на интересите на инвеститорите при инвестирањето во обврзниците.

б) Долгорочни кредити

Друга основна компонента во структурата на долгорочниот долг претставуваат долгорочните кредити, кои компанијата ги зема од комерцијалните банки и други финансиски институции (осигурителни компании и пензиски фондови). Долгорочните кредити настанале како резултат на потребата на компаниите да го финансираат својот фиксен имот, претежно машини и опрема, како и постојано потребните обртни средства кои не можат да бидат финансрани од акумулираната добивка. Ова е посебно значајно за малите и средни компании, каде акумулираната добивка е доминантен извор на сопствен капитал. Земањето на долгорочен кредит им овозможува на компаниите да ги набаваат потребните машини и опрема, како и да ги зголемат потребните обртни средства со цел зголемување на обемот на активност, а со тоа и зголемување на обемот на продажба и поголема нето добивка. Преку постепеното отплаќање на кредитот со зголемената добивка практично се врши замена на долгот со сопствен капитал.

Освен тоа, кога се во прашање големи компании, долгорочните кредити можат да бидат користени како преодна форма на финансирање, сè додека на компанијата не ѝ се укаже поволна прилика за емисија на обврзници или акции. Во тој случај, долгорочниот кредит би можел да биде отплаќан со примањата од емисијата на тие обврзници или акции.

Договорите кои се склучуваат за долгорочните кредити помеѓу заемобарателот и заемодавателот, обично содржат голем број на рестриктивни клаузули, со кои заемодавачите настојуваат да ги заштитат сопствените интереси. Рестрикциите се однесуваат на донесување на одредени одлуки од страна на менаџментот на компанијата чиишто интереси можат да бидат загрозени, односно влошена

финасиска положба, а со тоа би се довело во прашање и измирувањето на обврските спрема доверителите.

Основната смисла за воведување на рестриктивни клаузули во договорот за долгорочни кредити е да се изврши обезбедување на отплатата на кредитот. Во врска со ова може да се каже дека најголем број од долгорочните кредити се јавуваат со одредено формано обезбедување на долгот. Притоа формата на колатералното обебедување може да биде многу различна, но во најголем број на случаи обезбедувањето се врши со ставање под залог на машини и опрема, градежни објекти или хартии од вредност (обврзници или акции).

Што се однесува до трошоците на финансирање на долгорочните кредити, треба да се каже дека тие се пониски од трошоците за финасирање преку емисија на акции и обврзници, поради што долгорочните кредити претставуваат релативно евтин извор на финансирање во однос на екстерните извори на сопствен капитал, имајќи предвид дека каматата за разлика од дивидендата има карактер на оперативен трошок, што од своја страна има за последица и соодветна заштеда кај даноците. Меѓутоа, каматната стапка на долгорочните кредити значајно варира во зависност од големината на кредитот и бонитетот на компанијата. Како резултат на тоа, колку навистина ќе изнесуваат трошоците за финасирање со долгорочен капитал, зависи од дејството на голем број фактори, како што се: големината на кредитот, видот и големината на компанијата, заработувачката моќ на компанијата, нивото на општата побарувачката за средства итн.

Во поново време кредиторите настојуваат да дојдат до дополнителни компензации за одобрените долгорочни кредити. Најпопуларна форма на дополнителна компензација претставува опцијата која им се дава на доверителите во вид на права да купат обични акции од компанијата должник, што има за последица и пораст на тошоците за финансирање.[8]

3.3. Хибриден капитал

[8] V. Bogojević Arsić, op. cit., 303.

Хибридниот капитал претставува капитал кој се обезбедува преку емисија на хибридни хартии од вредност, односно хартии од вредност кои имаат карактеристики и на должнички и на сопственички хартии од вредност. Се работи за релативно нова форма на хартии од вредност кои се јавиле во земјите со развиен пазар на капитал. Хибридниот капитал, односно хибридните извори на финасирање најчесто го сочинуваат: а) капитал од емисија на преференцијални акции и б) капитал од емисија на хибридни обврзници.

3.1.1. Капитал од емисија на преференцијални акции

Освен преку емисија на обични акции, компаниите можат да дојдат до капитал и преку емисија на преференцијални акции. Преференцијалните акции претставуваат хибридни хартии од вредност во кои се обединети карактеристиките на обичните акции и обврзниците. Од една страна, преференцијалните акции се слични со обичните акции по тоа што немаат фиксен рок на доспевање, неисплаќањето на дивиденда по овие акции не може да доведе до банкрот на компанијата, а трошоците за дивиденда се содржани во даночната основа. Од друга страна, преференцијалните акции се слични со обврзнцата по тоа што дивидендите се лимитирани. Во врска со ова, висината на дивидендата на преференцијалните акции обично се фиксира или како паричен износ или како процент од номиналната вредност на акцијата.

Освен тоа, за емисија на овие акции често е неопходно покритие како кај обврзниците, односно постои ограничување на износот на капитал кој може да биде добиен со емисијата на овие акции. Генерално гледано, преференцијалните акции не даваат право на глас, освен во случаите кога компанијата не исплатила преференцијални дивиденди за одреден период на своите акционери. Во тој контекст, преференцијалните акции истовремено имаат карактеристики и на сопственички и на должнички хартии од вредност, односно се сметаат за хибриден извор на финасирање. Овој капитал се води како акционерски капитал и се искажува посебно во билансот на состојба, како капитал од емисија на преференцијални

акции. Овој капитал понекогаш има третман на акционерски капитал, во зависност од видот на финансиската анализа.

Капиталот од емисија на преференцијални акции може да се разгледува од различни аспекти. Од аспект на обичните акционери, овој капитал е сличен со другите видови на капитал, бидејќи преференцијалните дивиденди претставуваат фиксен расход кој ја намалува заработката на обичните акционери.Од аспект на имателите на обврзници, овој капитал е сличен на капиталот од емисија на обични акции, бидејќи побарувачката на име камата има приоритет во однос на побарувачката во форма на дивиденда. Од аспект пак на менаџментот во компанијата, капиталот од емисија на преференцијални акции се наоѓа помеѓу долгот и капиталот од емисија на обични акции.

Со оглед дека неисплатата на преференцијална дивиденда не може да доведе до банкрот на компанијата, односно стечај на емитентот, произлегува дека посигурно е да се користи капитал од емисија на преференцијални акции, отколку финансирање со долг.

Во современи услови на стопанисување се случува голем број на компании да ги повлекуваат или заменуваат преференцијалните акции со обврзници, со оглед дека преференцијалните дивиденди се оданочуваат, а каматите на обврзниците не се оданочуваат. Сепак, во сите случаи кога ниту обврзниците, ниту обичните акции не се најпогодно решение, компаниите обично се одлучуваат за емисија на преференцијални акции, со цел зголемување на долгорочниот капитал. Во врска со ова, јавните претпријатија често користат емисија на преференцијални акции со цел подобрување на структурата на капиталот, бидејќи тие се капитално-интензивни и во структурата на капиталот, долгот (обврзниците) имаат високо учество. Овие компании значајно инвестираат во фиксен имот, заради тоа и трошоците за амортизација се високи, со што се намалува ефектот на даночните стапки на зголемување на трошокот на капиталот, односно делумно се неутра-

лизира основниот недостаток на финансирање на компаниите со емисија на преференцијални акции во однос на финансирањето со емисија на обврзници.[9]

На крај, од сето објаснето за преференцијалните акции треба да се истакне дека во генералната оцена на овој извор на финансирање, компаниите сепак мораат да ја истакнат важноста на сличноста помеѓу обичните и преференцијалните акции, со тоа што одредените специфичности на преференцијалните акции во однос на обичните де факто ги елиминираат недостатоците кои се присутни кај обичните акции. Од аспект на компанијата, главен недостаток е вклучувањето на трошокот на преференцијалните дивиденди во добивката пред оданочување, со што се зголемуваат трошоците за финасирање за износот на данок кој мора да се плати за нив.

Од аспект на инвеститорот ова предизвикува приходот од преференцијалните дивиденди после оданочување да биде понизок од приносот кој го носи помалку ризичното вложување во обврзници.

Емитувањето на преференцијалните акции има одредени позитивни карактеристики за компаниите емитетнти, како: зголемување на можноста за користење на ограничени извори на финансирање и привлекување капитал од инвеститорите кои поради неизвесноста во висината на дивидендата не се одлучуваат за купување на обични акции; зачувување на постоечките права на акционерите. Од друга страна, преференцијалните акции се исклучително атрактивнии за инвеститорите, особено оние кои преферираат сигурни вложувања со принос кој е поголем од ефективната каматна стапка. Самото име на овие акции–приоритетни, доволно зборува за тоа. За разлика од обичните акции, преференцијалните акции имаат некои посебно важни карактеристики:

1) право на преференцијална дивиденда;
2) право на учество во распределбата на ликвидациската маса во случај на стечај;
3) конвертабилност;
4) отповикливост.

[9]V. Bogojević Arsić, op. cit., 306.

Меѓутоа, вложувањето во преференцијални акции има и одредени недостатоци, кои се гледаат во следното: ограничен принос, понизок принос по оданочувањето во однос на приносот од обврзниците, кои поради ова се и помалку ризични, отсуство на право на дополнителна дивиденда и др.

Со цел избегнување на плаќање на данок, во последните неколку години сè повеќе се користат т.н. конвертабилни преференцијални акции. Ова е посебно карактеристично за случаи на доброволна интеграција на претпријатија (спојувања), при што купувањето на акции на една компанија од страна на друга не се врши готовински, туку преференцијалните акции се разменуваат за обични акции на компанијата која врши спојување. На овој начин се избегнува оданочувањето, бидејќи размената на хартиите од вредност не подлежи на оданочување (акционерите на споените компании добиваат приоритетни акции кои се де факто одложување на плаќање на данок на капиталната добивка). Ваквите трансакции им овозможуваат на акционерите на споената компанија, кои ги интересира приносот, да дојдат до преференцијалните акции, а акционерите кои се заинтересирани за капиталната добивка, да дојдат до конвертабилни преференцијални акции.

Во современи услови на работење голем број на компании вршат повлекување и замена на преференцијалните акции со обврзници.

3.1.2. Капитал од емисија на хибридни обврзници

Зависно од тоа дали во себе содржат некои карактеристики на акциите или не, обврзниците можат да бидат чисти или хибридни. Бидејќи карактеристиките на чистите обврзници се обработени претходно, во продолжение накратко ги обработуваме видовите на хибридни обврзници:

1. обврзници со обврска за замена за акции;

2. обврзници со право на учество во добивката;

3. обврзници со премија;

4. обврзници со варанти;

5. конвертабилни обврзници.

Обврзници со обврска за замена за акции претставуваат обврзници кои даваат право на фиксен принос во вид на камата, но постои услов заклучно со рокот на доспевање, по однапред дефинирани услови, да се заменат за акции.

Обврзници со право на учество во добивката претставуваат обврзници кои покрај правата за враќање на главницата и исплатата на фиксна камата, на нивните сопственици им даваат право и на учество во добивката на компанијата, која зависи од големината на дивидендата која се исплаќа по оваа основа.

Обврзници со премија претставуваат обврзници кои, општо земено, се атрактивни за купувачите кои преферираат игра на среќа, а се емитуваат со минимална камата или без камата. Заштедената камата по оваа основа се собира и по системот на лотариско извлекување се исплаќа премија на поединечни сопственици на обврзниците.

Обврзници со варанти – по правило претставуваат долгорочни обврзници кои освен правото на фиксен принос на неговиот сопственик му носат и право на варант. Секој варант на сопственикот му дава право, но не и обврска, да купи одреден број на обични акции директно од емитентот, по однапред утврдена цена, во тек на одреден временски период. Притоа, на варантот е означен бројот на обични акции кои неговиот сопственик може да ги купи, извршната цена и времето на истек на важноста. Варантите кои на сопствениците им даваат право да купат одреден број на обични акции по утврдена цена, можат да се сметаат за долгорочна куповна опција на акција која е продадена со обврзница. Ако дојде до извршување на варантот, доаѓа до доолнително плаќање за куповната акција, односно сопственикот на обврзницата мора на емитентот да му плати дополнителен износ за акцијата, на оригиналната цена на обврзницата. Варантите често се нарекуваат и поволности при купување на акции, бидејќи за да позајмат средства инвеститорите, им се даваат погодности во вид на варанти, со право на купување акции. Варантите обично се емитуваат при јавна понуда на обврзници и кај нова емисија на акции. Имајќи предвид дека тие имаат карактеристики на хибридни инструмен-

ти, т.е. карактеристики и на акции и на обврзници, емисијата на овие обврзници е сè почеста во практиката, од причина што пласманот на капитал го чинат атрактивен за заемодавачите. Својствено на наведеното, компанијата која сака да се финансира со емисија на обврзница со варант, заедно со обврзницата емитува и варанти кои се врзани за нив, со тоа што при договорот за емисија на обврзницата се утврдува моментот кога варантите можат да се одвојат од обврзниците (обично веднаш по емисијата).[10]

Основната причина за емисија на обврзниците со варанти се гледа, од една страна во тоа што компанијата може да емитира евтини обврзници за кои се врзуваат варанти кои овозможуваат каматната стапка на обврзниците да биде под пазарната каматна стапка на чистите обврзници, а од друга страна пак, емисијата на овие обврзници ѝ овозможува на компанијата да емитува обични акции со премија над тековната пазарна цена, така што емисијата на овие обврзници де факто претставува одложена продажба на обични акции по релативно висока цена. Притоа, треба да се има предвид дека денес сите варанти се делливи од обврзницата и со нив може да се тргува одвоено.

Обврзниците со варант се атрактивни за инвеститорите бидејќи имаат флексибилност во поглед на држење или продавање на тие обврзници, со или без варант. Притоа, ако дојде до ликвидација на емитентот, инвеститорот мора да биде исплатен пред акционерите, бидејќи обврзницата има приоритетна наплата. Но, од друга страна, пласманот на обврзниците со варант носи и одреден ризик врзан со варантите, затоа што варантите не носат принос.

Од аспект на компанијата емитент, емисијата и продажбата на обврзниците со варант го зголемува учеството на поевтин долгорочен долг во структурата на капиталот на компанијата, што влијае на намалување на просечната цена на капиталот на компанијата и зголемување на нејзината пазарна вредност. Меѓутоа, тоа истовремено значи и зголемување на финансискиот ризик за компанијата. Но, имајќи го предвид фактот дека со реализацијата на варантот се зголемува и бројот на обични акции, со што се зголемува и учеството на сопствениот капитал

[10]Ibid., 306-309.

во вкупниот капитал на компанијата, сето тоа има за резултат и намалување на финасискиот ризик. Всушност, самото издавање на обврзниците со варанти се врши со цел во иднина да се зголеми сопствениот капитал на компанијата.

Конвертабилни обврзници претставуваат обврзници кои се слични на обврзниците со варант, но се разликуваат по тоа што обврзницата со варант ја чинат две независни хартии од вредност (обврзница и варант), што не е случај кај конвертабилните обврзници. Конвертабилните обврзници се долгорочни хартии од вредност кои на нивниот сопственик му даваат право на фиксен принос во вид на камата, како и право во одреден рок (до рокот на истек) и под утврдени услови да се заменат за обични акции, преференцијални акции или други должнички хартии од вредност. Според тоа, наместо да бараат исплата на долгот во вид на номинална вредност на обврзницата, инвеститорите во конвертабилни обврзници можат едноставно да ги заменат за акции или други хартии од вредност, по утврдена цена на конверзија, која обично е поголема од тековната пазарна цена. Конверзијата му овозможува на емитентот да понуди пониска камата на стапка, што овој вид на обврзница ја прави помалку осетлива на промената на каматната стапка отколку кај чистите обврзници. Од оваа причина, овој вид на обврзници се посебно значајни за компаниите во случај кога пазарните услови се влошуваат, бидејќи им овозможува, од една страна да ги набават потребните средства по поволни услови, а од друга страна, да понудат акции на однапред утврден ден и по цена повисока од тековната[11].

4. Значење на работниот капитал за стратегијата и деловното одлучување во компаниите

Управувањето со работниот капитал на компаниите е значаен фактор за финансискиот менаџмент на компаниите и за поддршка на нивната конкурентност

[11]Ibid., 311.

на национално и меѓународно ниво, покрај низата политики и регулативи за создавање деловно опкружување кое ќе обезбеди фер-натпревар на компаниите на пазарот. Управувањето со работниот капитал на компанијата подразбира одредување на оптимална висина на готовината и краткорочните вложувања, залихите и побарувањата, на една страна, и изнаоѓање на адекватни извори на финансирање на обртниот капитал, на друга страна.

Висината на работниот капитал првенствено е условена од дејноста со која се занимава компанијата, а потоа и од други фактори, како што се положбата на пазарот, уловите на продажба и должината на производниот циклус. Обемот и структурата на работниот капитал на компанијата е под влијание на надворешни и внатрешни фактори, кои треба да бидат предмет на постојано следење, анализирање и истражување. Со цел успешно управување со обртните средства, потребно е перманентно да се планираат потребните обем и структура на обртни средства, како вкупно така и по видови, при што треба да се води сметка за отстапувањето од оптималното ниво. Значењето на финансиската и пазарната анализа на портфолио, инвестирањата се засновуваат на избегнувањето и намалувањето на ризикот од погрешни портфолио инвестирања. Тие им овозможуваат на потенцијалните инвеститори да направат добар избор на предмети за инвестирање и со правилни инвестициски потези да постигнат добар финансиски резултат.

Големо значење во делот на ефикасното управување со работниот капитал на компаниите имаат финансиските извештаи на компаниите, рациоанализата и пазарната портфолио- анализа на компаниите со чии акции се тргува на берзата, чија интерпретација од гледна точка на потенцијалните инвеститори претставува значаен сегмент во процесот на донесување одлуки за можните вложувања, отворања, затворања, проширувања или намалување на инвестициското портфолио.

5. Трошок на работниот капитал

5.1. Трошок на долгот

Цената на долгот (должничкиот капитал) ја претставува стапката на принос на инвестицијата која ја бараат кредиторите. Експлицитниот трошок на долгот може да се добие со одредување на дисконтна стапка (кд), која ја изедначува пазарната цена на емисијата на долгот со сегашната вредност на каматата и отплатата на главницата, а потоа добиениот експлицитен трошок се коригира за одаложениот одбиток за исплата на каматата.

Дисконтната стапка (кд), е позната и како принос по доспевање. Се пресметува според формулата P =

$$\sum_{t=1}^{n} \frac{I_{t+}P_t}{(1+k)^t}$$

Каде:

P = пазарна цена на емисија на долгот,

n = број на периоди до доспевање,

It = износ на камата во периодот т,

Pt = отплата на главницата во периодот (т).

Ако отплатата на долгот се врши само на крајот на периодот на доспевање, ќе се појави само Пн; со пресметката на дисконтната стапка (кд) се добива бараната стапка на принос за доверителите на компанијата, која го претставува трошокот за издавање на капитал на компанијата пред одаложување. Со оглед на тоа што трошоците на каматата се одаложува одбитна ставка за емитентот, трошокот на долгот по одаложувањето е помал од трошокот пред одаложувањето.

Трошокот на долгот по одаложувањето може приближно да се пресмета со следната формула:

Кi = kd (1 − t)

Каде t – претставува гранична даночна стапка на компанијата.

Пример:

Колку изнесува трошокот на долгот по оданочувањето, ако трошокот на долгот пред оданочувањето изнесува 12%, а граничната даночна стапка е 50%.

Решение:

$$ki = kd\ (1 - t) = 12{,}00 \cdot (1 - 0.50) = 6\ \%$$

Согласно пресметката, трошокот на долгот по оданочувањето изнесува 6% и претставува граничен трошок, односно дополнителен трошок на дополнителниот долг.

5.2. Трошок на приоритетни акции

Трошокот на приоритетните акции претставува стапка на принос која од компанијата ја бараат сопствениците на приоритетните акции. Со оглед на тоа што приоритетните акции немаат датум на доспевање, нивниот трошок (кп) може да се пресмета на следниот начин:

$$\text{KP} = \frac{Dp}{Po}$$

Каде:

Dp = преференцијална годишна дивиденда,

Po = тековна пазарна цена на приоритетните акции.

Трошокот на капиталот е претставен преку приносот од дивидендите на преференцијалните акции и се одредува врз база на извештаите од берзата. Трошокот на приоритетните акции не се коригира за големината на данокот, бидејќи дивидендите на приоритетните акции се исплаќаат по оддаточувањето.

5.3. Трошок на обични акции - сопствен капитал

За проценка и пресметка на трошокот и цената на обичните акции (сопствениот капитал) на компанијата постојат два пристапа:

1) Пристап заснован на дисконтирана дивиденда;

2) Пристап заснован на модел на вреднување на капиталната актива-моделот ***CAPM.***

1) **Пристап заснован на дисконтирана дивиденда**. Деловниот капитал може дополнително да се зголеми со задржување на добивката во компанијата или со продажба на обичните акции. Во двата случаи компанијата мора да оствари минимална стапка на принос на оној дел од инвестицискиот проект кој е финансиран со обични акции, за пазарната цена на компанијата да остане непроменета. Ако компанијата инвестира во проекти кои имаат помал принос од потребниот, пазарната цена на акциите ќе се намали.

Основните недостатоци на пристапот на дисконтирана дивиденда се:

- може да се применува единствено ако постои исплата на дивиденди;
- претпоставува јасно утврден образец за промена на дивидендите и
- се засновува на тековната пазарна цена, па затоа е непредвидлив на промени на ризикот.

2) **Пристап заснован на модел на вреднување на капиталната актива-моделот CAPM**. Трошокот (цената) на деловниот капитал од обичните акции може да се процени и со примена на моделот на одредување на цената на вложениот капитал (CAPM).

Бараната стапка на принос E(Ri) на обичните акции се пресметува со следната формула:

$$\mathbf{E\,(Ri) = Rf + \beta i\,[E(Rm) - R[]}$$

каде:

Rf = безризична стапка

E (Rm) = очекуван принос на пазарниот портфељ

βj = beta коефициент

ГЛАВА 2

УПРАВУВАЊЕ СО КОМПОНЕНТИТЕ НА РАБОТНИОТ КАПИТАЛ НА КОМПАНИИТЕ

1. Управување со готовината и готовинските еквиваленти

Управувањето со готовината подразбира, пред сè, контрола на нејзиниот тек во делот на наплата на побарувањата и плаќање на обврските, заради осигурување на ликвидноста на компанијата, со најниски можни трошоци. Управувањето со готовината спаѓа во една од најсложените задачи на финансиското управување со компаниите, бидејќи секој суфицит на пари над потребното ниво дава поголема гаранција за ликвидност, додека секој дефицит на готовина ја загрозува ликвидноста, ја намалува кредитната способност и неповолно влијае на пазарната репутација на компанијата.

Џон Мајнард Кејнз предложил три основни мотиви (причини) за држење на готовина од страна на компаниите:

1. Трансакциски мотив, кој тргнува од потребата да се извршат одредени плаќања,како што се набавки, исплата на плати и дивиденди, кои се јавуваат во редовното работење;

2. Шпекулативен мотив, кој е поттикнат од интенцијата да се искористат привремените можности за остварување на заработувачка од страна на компанијата;

3. Мотив на претпазливост, кој произлегува од потребата за одржување на сигурноста на компанијата, како би се исполнила неочекуваната потреба за готовина. Колку се подобри предвидувањата на компанијата за влезот и излезот на го-

товина, толку е помала количината на готовина неопходна за потребите на претпазливост.

Со која мера на успешност компанијата ќе управува со релацијата ликвидност-рентабилност, зависи пред сè од конкретните алтернативи за рационална диспозиција на паричните средства, односно готовината. Секој периодичен дефицит на готовина мора да има адекватни извори на покривање, додека пак секој суфицит на готовина над тековните деловни потреби мора да има можност за рентабилно пласирање вон редовното работење.[12] Во тие пласмани спаѓаат пред сè вложувањата во хартии од вредност со кратки рокови на доспевање, кои се сметаат за најблизок супститут на готовината. Всушност, краткорочните пласмани можат брзо да се конвертираат во готовина што одговара не само на барањата за зачувување на ликвидноста, туку и набарањето за максимизирање на рентабилноста. Ова е воедно и основната причина за трансферот помеѓу готовината и краткорочните пласмани во хартии од вредност, што се смета за еден од најзначајните сегменти на ефикасното управување со паричните средства, поточно готовината на компанијата.

1.1.

1.2.

1.3.

1.4. Салдо на готовина и готовински циклус

Значењето на готовината се гледа во улогата која ја има во обезбедувањето на континуирана (тековна) платежна способност на компанијата. За да се осигура тековната платежна способност, неопходно е да се има доволен износ на готовина во времето кога истата е најнеопходна. Износот на готовина во една компанија не смее да биде ниту многу поголем, ниту пак да има недостиг на готовина.

[12] Ivanis M. „Upravljanje finansijama“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. str. 308.

Од тука, главните задачи на управувањето со готовината на компаниите се гледаат во следното:

- Постојано обезбедување на тековна платежна спопсобност на компаниите, со истовремено максимизирање на рентабилноста на работењето.
- Спречување на можните загуби и злоупотреби врзани за готовината, со оглед дека готовината брзо се претвора во сите други форми на имот и може да биде привлечна за незаконско присвојување.

Готовината де факто претставува основен услов за опстанок на секоја деловна активност како и нејзина успешност.[13] Ефикасното управување со паричните средства, односно готовината, претставува посебно значајна и сензибилна задача на финасиското управување, со оглед на тоа што непосредно го става во фокус постојаното балансирање помеѓу двата основни критериуми на работење-ликвидноста и рентабилноста.[14]

Одржувањето на постојано салдо на готовина значи оптимализација на ризикот на ликвидност.

Какви деловни одлуки ќе носат менаџерите на компаниите во делот на управување со готовината, зависи како од внатрешни параметри и можности на компанијата, така и од екстерни фактори (пазар, конкуренција и сл.). Еден од основните критериуми на чијашто основа се донесуваат деловните одлуки за управување со готовината е коефициентот на обрт на готовината и готовинскиот циклус на компанијата. Готовинскиот циклус се дефинира како број на денови во годината кој поминува од издавање на готовина за набавка на суровини или материјали до моментот на повторно примање на готовина, односно наплата на приходите остварени од продажба на готови производи и услуги. Додека, оперативниот циклус е просечното време кое трае од моментот на набавка на суровини и материјали, до моментот на наплата на побарувањата од купувачите.

Должината на готовинскиот циклус во една компанија се пресметува со користење на следното равенство:

[13] Ivanis M., „Upravljanje finansijama“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009. str. 310.
[14]Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, „Poslovne Finansije“, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.178.

Готовински циклус = Просечна старост на залихите + Просечна старост на побарувањата од купувачите – Просечната старост на обврските кон добавувачите

Целта на секоја компанија е да го скрати времетраењето на готовинскиот циклус, со тоа да го зголеми коефициентот на обрт на готовината, да го намали салдото на готовината и трошоците поврзани со нејзиното држење. Суштината на управување со готовината и донесување на деловните одлуки во врска со управување со готовината се сведува на тоа времето на траење на обртот на готовината да биде што пократко, односно коефициентот на обрт на готовината да се зголеми. Тоа практично значи да има што повеќе готовински циклуси во текот на една година, односно да се ангажира што помалку готовина за нормално фукционирање на компанијата, не загрозувајќи ја притоа ликвидноста во работењето.

Кога се зборува за управување со готовината, значајно прашање на кое треба да се одоговори е: Кое е тоа ниво на готовина кое е потребно да задоволи два клучни критериуми: прво, обезбедување на ликвиднист и второ, минимални трошоци за одржување на ликвидноста. Во контекст на напред кажаното произлегува дека аналитичкото разгледување на проблемот на минималното салдо на готовина е врзано со познавањето на релевантните аспекти на трошоците кои настануваат во врска со готовината. Меѓу тие трошоци спаѓаат:

а) Трошоци за држење на готовина;

б) Трошоци поврзани со недостаток на готовина;

в) Трошоци на трансакции со готовина.

а) Трошоците за држење на готовина се претставени со т.н. опортунитетни трошоци, кои калкулативно се еднакви на изгубениот принос кој евентуално би се остварил со вложување на готовината во други инвестициски алтернативи. Овие трошоци настануваат заради тоа што готовината која не е ангажирана предизвикува одредени трошоци кои се јавуваат во два вида и тоа: прво, како изгубен при-

нос од можното вложување во некои од алтернативите, и второ, како можност за отплата на долгот, со што се намалуваат трошоците за наплата.

б) Трошоци на недосток на готовина. Овие трошоци произлегуваат од пропуштените каса-сконто или други поволности суровините и материјалите да се набават под значајно поволни услови. Овие трошоци во одредени околности можат да бидат доста високи.

в) Трошоци на трансакции со готовина. Овие трошоци се однесуваат на административните или т.н. манипулативни трошоци, како и различни провизии кои настануваат при прибавувањето на готовината или пак при нејзиниот трансфер во депозити или хартии од вредност и обратно.

За решавање на овој комплексен проблем, финасиската теорија и практика користи многу различни модели.

Од аспект на практичната примена, најмогу користен финансиски модел е моделот кој се заснова на информациите на тековното финасиско планирање и финасиска анализа. Овој финансики модел тргнува од ставот дека минималното салдо на готовина треба да биде еднакво со просечното годишно салдо на готовина кое е неопходно за вршење на редовните актовности на компанијата. За примена на овој метод неопходно е да се познаваат, освен релевантниот концепт на трошоците на готовина, исто така и вкупните годишни потреби за готовина, за што е неопходно и планирањето на паричните текови, како и коефициентот на обрт на готовина. Аналогно на ова, неопходно е да се согледаат следните релации:

Коефициент на обрт на готовина=вкупни годишни издатоци за готовина / просечно салдо на готовина

Од овде следува:

Просечно салдо на готовина = Вкупни годишни издатоци за готовина / коефициент на обрт на готовина

Врз основа на наведеното се гледа дека минималното салдо на готовина е всушност еднакво на просечното годишно салдо, кое е условено од големината на

исплатите во текот на даден временски период. Вака утврденото минимално салдо на готовина подразбира полна усогласеност на приливот и одливот на готовина, која пак е условена од финансиската стабилност на компанијата, како и роковите на доспевање на краткорочните обврски.[15]

Уште една значајна категорија врзана за потребното ниво на готовина, од која во голема мера зависи и одржувањето на ликвидноста на компанијата е т.н. **ликвидна резерва**, која подразбира држење на готовина над минимално потребно салдо на готовина. Основна цел на ликвидната резерва е да се одржува ликвидноста на компанијата и тогаш кога приливот на готовина, зголемен за минималното готовинско салдо, не е доволен да се исплатат доспеаните плаќања. Ликвидната резерва не е лесно да се одреди, бидејќи на неа влијаат повеќе комплексни фактори. Поради тоа, секоја компанија треба да ја одреди својата ликвидна резерва.

Управувањето со готовината подразбира и избор на одредена стратегија на управување со готовината, која може да се засновува на три клучни фактори[16]:

1. Продолжување на рокот на плаќање на обврските спрема добавувачите;
2. Намалување на залихите;
3. Скратување на роковите на наплата на побарувањата од купувачите.

Продолжувањето на рокот на плаќање на обврските кон добавувачите подразбира намалување на нивото на парични средства по пат на поголемо учество на добавувачите во процесот на финансирање на компанијата. Овој извор на финансирање претставува значаен екстерен краткорочен извор на средства за компанијата. Продолжувањето на рокот на плаќање на обврските кон добавувачите резултира во помало салдо на готовина и заштеда во трошоците на готовина.

2. Намалувањето на залихите подразбира намалување на готовинскиот циклус, по пат на зголемување на коефициентот на обрт на вкупните залихи. Ефикасното управување со залихите се оценува со помош на нивниот коефициент на

[15] Mikerević D., „Finansijski Menadzment“, Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2001.
[16] Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, „Poslovne Finansije“ Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.183.

обрт, за што ќе стане збор подетално подолу во трудот. Ефикасното финансиско управување со вкупните залихи, со цел скратување на готовинскиот циклус, може да се оствари само со посредство на ефикасно управување со поединечните форми на залихи, што неопходно претпоставува успешност во извршување на основните деловни функции : финансиска, набавна, производна и продажна.

Финансиската функција треба, врз основа на релевантната финансиска анализа, а во соработка со набавната, производната и продажната функција, перманентно да изнаоѓа најповолни решенија кои ги намалуваат вложувањата во вкупните залихи, односно кои го зголемуваат нивниот обрт и тоа во кој било сегмент на дејствување.

Набавната функција треба да тежнее кон постојано зголемување на коефициентот на обрт на суровините и материјалите, притоа користејќи современи техники во процесот на производство

Производната функција треба да води сметка, со примена на адекватни методи на организирање и планирање на производството, да овозможи што поголемо скратување на производниот циклус, односно зголемување на коефициентот на обрт на недовршеното производство, не доведувајќи ја во прашање расположливоста на готови производи во потребната количина и асортиман.

Продажната функција има примарна задача, со анализа и стимулирање на побарувачката, односно со планирање и унапредување на продажбата по поединечни канали и сегменти на продажба, да влијае на значајно зголемување на обртот на готови производи.

3. Скратувањето на рокот на наплата на побарувањата од купувачите подразбира намалување на готовинскиот циклус, по пат на забрзување на наплатата на побарувањата од купувачите. Ефикасната наплата од купувалите се мери со коефициентот на нивниот обрт. Побарувањата од купувачите во исто време претставуваат и значајно вложување во компанијата, бидејќи претставуваат неопходност при кредитирање на купувачите. Побарувањата од купувачите ја врзуваат готовината која доколку се ослободи, може да се вложи во други продуктивни средства или финансиски пласмани. Притоа, ова врзување на готовина е неоп-

ходно, бидејќи кредитирањето на купувачите ѝ овозможува на компанијата да оствари значајно поголем обем на приходи од продажба.

Условите на кредитирање ги детерминираат кредитните стандарди и политики на наплата на побарувањата кои е потребно да се користат комплементарно за да се скрати просечното време на врзување на готовината во побарувања од купувачите, односно да се намали минималното салдо на готовина. Во досегашната практика при наплата на побарувањата од купувачите се покажал како многу добар и флексибилен т.н. факторинг, кој подразбира продажба на побарувањата пред истекот на кредитниот период.

Утврдувањето на оптималното ниво (салдо) на готовина зазема значајно место во финасиското управување. Предвидувањето на идните текови на готовина претставува предуслов за утврдување на оптималното ниво на готовина. Менаџментот на една компанија има задача што поефикасно да управува со готовината, што подразбира скратување на просечното траење на обртот на готовината, под услов да се сочува ликвидноста на компанијата и да не се наруши работењето.

1.5. Модели на утврдување на оптимално ниво на готовина

Суштината на оптималното салдо на готовина е во држењето на оној износ на готовина кој ги минимизира вкупните трошоци на готовината, а од друга страна обезбедува непречено дејствување на компаниите во смисла на обезбедување на ликвидноста. Финансиската теорија и практика познава повеќе различни методи за предвидување на текот на готовината. Најмногу користен е методот кој се засновува на информациите за тековната финансиска анализа и планирање на примањата и издавањата на готовина. Повеќето модели и методи произлегуваат од уверувањето дека минималното салдо на готовина е еднакво со просечното годишно салдо неопходно за вршење на редовните деловни активности. Покрај познавањето на трошоците на готовината и вкупните годишни потреби за готовина, за примена на овие методи е неопходно познавање и на коефициентот на обрт на готовината. Просечното салдо на готовина се добива како количник на вкупните годишни издавања на готовина и коефициентот на обрт на готовината.

Едни од попознатите модели за утврдување на оптималното ниво на готовина во компаниите се:

- Баумолов модел;
- Миллер-Орр модел.

1.5.1. Баумолов модел

Баумоловиот модел се користи кога идните потреби на компанијата за готовина се познати или предвидливи. Овој модел нуди одговор на прашањето како да се покријат периодичните дефицити на готовина на годишно ниво. Основните претпоставки на овој модел се дека:

- Резервите на ликвидност компанијата ги држи во облик на краткорочни хартии од вредност и готовина;
- Каматната стапка на краткорочните хартии од вредност не се менува во текот на анализираниот период.

Според овој модел, вкупните трошоци поврзани со готовината на компанијата се пресметуваат според следното равенство:

Вкупни трошоци на готовина = C / 2 *к + T / C*F

C = износ на готовина кој ќе се добие со емисија и продажба на краткорочни хартии од вредност или врз основа на краткорочен кредит од банка ;

C/2 = просечно салдо на готовина;

k = опотрунентни трошоци за држење на готовина изразена во % ;

T = вкупен износ на нето потребна готовина во текот на одреден период;

F = фиксни трошоци на трансакцијата (емисија и продажба на краткорочни хартии од вредност или добивање на краткорочен кредит).

Првиот собирок од равенството ги претставува трошоците на држење на готовина, а вториот трошоците на трнсакциите со готовината. Оптималното салдо на готовина се постигнува кога вкупните трошоци на готовина се минимални, т.е.

кога вредноста на првиот собирок од равенството е еднаков на нула, а вториот има позитивна вредност.

Проблемот во изнаоѓањето на оптималната големина на поединечните трансакции се сведува на урамнотежување на трошоците на држење на готовина и трошоците на трансфер на готовина во краткорочни хартии од вредност и обратно.

1.2.2. Миллер–Орр модел

Миллер–Орр моделот се користи кога тековите на готовината во компанијата не можат да се предвидат. Се засновува на формулирање на контролни точки во движењето на тековите на готовина. Идејата на овој модел се состои во тоа однапред да се одреди долниот минимум на готовина, како и горниот лимит – максимум на готовина, помеѓу кои ќе се најде оптималното ниво на готовина. Претпоставка на овој модел е дека постои еднаква веројатност за остварување на позитивен и негативен нето паричен тек, односно дистрибуцијата на текот на готовината приближно да одговара на нејзиниот нормален распоред.

Оптималното ниво на готовина зависи од нивото на трошоците на трансакциите со готовина и опортунитетните трошоци на држење на готовина.

За разлика од Баумоловиот модел, бројот на трансакции со готовина по периоди не е константен, туку варира, зависно од односот на приливот и одливот на готовина.

Оптимално ниво на готовина= $\sqrt[3]{\frac{3xBX\delta^2}{4Xi}}$ **+L**

Максимално ниво на готовина X = 3*Z – 2*L

Z = оптимално салдо на готовина;

B = фиксни трошоци трансакција на краткорочни хартии од вредност (или други краткорочни инструменти) во готовина ;

σ^2 = варијанса на дневно салдо на готовина;

i = дневна каматна стапка на краткорочни хартии од вредност;

L = минимално (сигурно) салдо на готовина, кое се утврдува врз основа на искуство.

1.3. Управување со вложувањата во краткорочни хартии од вредност

Хартиите од вредност кои доспеваат за наплата во период пократок од една година се нарекуваат краткорочни хартии од вредност, кои спаѓаат во ликвидните средства како и готовината, со оглед на тоа што со нивната продажба лесно се доаѓа до готовина. Краткорочните хартии од вредност на сопственикот му носат принос во вид на дивиденда или камата, односно емитентот ја плаќа каматата на купувачот на хатијата од вредност за користењето на готовината која ја добил по пат на нивната продажба.

Во случај на потреба за готовина, со продавањето на краткорочните хартии од вредност на пазарот на пари, компаниите брзо и лесно доаѓаат до неопходната готовина. Со тоа не се загрозува ликвидноста на компанијата, а се обезбедува неопходната готовина во временскиот период кога е зголемена потребата за готовина.

Компаниите ги вложуваат своите привремено слободно парични средства во купување на краткорочни хартии од вредност,од неколку мотиви и тоа:

1) сигурносен мотив;
2) шпекулативен мотив;
3) трансакциски мотив.

Сигурносниот мотив подразбира дека компанијата може да ги претвори краткорочните хартии од вредност во готовина, брзо и едноставно, во секој момент кога има потреба од тоа.

Компанијата купува краткорочни хартии од вредност кои може да ги продаде и во предвидениот рок да ги изврши неопходните плаќања како исплата на дивиденди, камати или даноци. Ова е трансакциониот мотив за вложување во краткорочни хартии од вредност. На овој начин компанијата прибира средства за отплата на главницата на долгорочниот долг или некоја друга инвестиција.

Шпекулативниот мотив за вложување во харии од вредност е основен кога компанијата располага со вишок на готовина, а нема алтернатива за вложување. Предноста во овој случај е тоа што вложениот вишок на готовина носи одреден принос, а компанијата лесно може да дојде до готовина во моментот кога ќе се укаже подобра алтернатива за вложување.

Основната причина за купување на краткорочни хартии од вредност е остварување на принос. Висината на приносот, односно каматата на краткорочните хартии од вредност, зависи од различни видови на ризик, односно неизвесноста која хартиите ја носат. Неизвесноста се огледа во следното[17]:

1) Ризик од не плаќање на обврските;
2) Ризик од промена на цената на хартиите од вредност;
3) Ризик од неликвидност;
4) Информациски ризик;
5) Случаен ризик.

Ризикот од неплаќање се јавува кога должникот не е способен да ги плати своите обврски во предвидениот рок, било каматата или главницата. Единствено државните хартии од вредност се заштитени од овој ризик.

Ризикот од промена на цената на хартиите од вредност е постојано присутен и се јавува поради тоа што пазарната стапка на капитализација на хартиите од вредност се менува во текот на времето. Ако пазарната стапка на капитализација порасне, пазарната вредност на хартијата ќе опадне. Мерката за ликвидност тргнува од тоа во кој временски период една хартија од вредност може да се продаде приближно по нејзината пазарна цена. Кога некоја хартија од вредност

[17] Brighman, E.F.Gapenski. L.C. „Financial Managment“, The Dryden Press 1994, str. 742.

може да се продаде во многу краток рок по цена приближна на нејзината пазарна цена, се смета дека таа хартија од вредност е ликвидна.

Информацискиот ризик влијае на висината на каматната стапка, која се јавува при намалување на куповната сила на парите. Сите хартии од вредност се изложени на овој ризик. Поради тоа,во номиналната каматна стапка се вклучува и ефектот на идната инфлација. Но, сепак ризикот е присутен доколку вистинската инфлација ја надмине очекуваната инфлација.

Под случаен ризик се подразбираат случаите кои не можат да се предвидат,односно кои се случуваат изненадно. Со овој ризик обично се среќаваат долгорочните хартии од вредност. Државните хартии од вредност не се изложени на овој вид на ризик.

Врз основа на напред кажаното, номиналната или пазарната каматна стапка за одредени хартии од вредност се утврдува врз основа на равенството[18]:

$$K\ nom = к + IP + DRP + LP + MRP$$

Каде:

К- каматна стапка без ризик (кога стапката на инфлација е нула);

IP - премија за очекувана инфлација;

DRP - премија за ризик од неплаќање;

LP - премија за ризик од неликвидност;

MRP - премија за ризик од промена на цената;

Краткорочните хартии од вредност можат да се групираат во две групи:

1) Државни хартии од вредност;
2) Комерцијални хартии од вредност.

[18] Brighman, E.F. Gapenski. L.C., „Financial Menagment“ , The Dryden Press Forth Worth, str. 742.

Во државни хартии од вредност спаѓаат државните записи и благајничките записи. Во комерцијалните хартии од вредност спаѓаат комерцијалните записи и сертификати за депозит.

Менаџментот на компанијата донесува одлуки во кој обем и кога ќе се емитуваат и продаваат сопственичките хартии од вредност на берзата, односно кога и по која вредност ќе се купат краткорочните хартии од вредност. Донесувањето на вакви одлуки од страна на менаџментот на компанијата подразбира и голема одговорност, како познавање на приливот и одливот на готовина во компанијата, предвидување на потребата за готовина и приливот на готовина, познавање на пазарот на хартии од врдност, односно берзата и пазарот воопшто.

2. Управување со побарувањатата

Побарувањата од купувачите настануваат како резултат на продажбата на производите и услугите на купувачите на кредит. Основниот мотив за продажба на производите и услугите на одложено плаќање е да се стимулираат купувачите да ги купуваат производите или услугите од компанијата. Аналогно на ова, за да се задржат постојаните и да се анимираат нови купувачи, поголемиот број на компании се принудени своите производи и услуги да ги продаваат на кредит.

Самото кредитирање на купувачите во најголема мера зависи од односот на понудата и побарувачката на одредените производи и услуги. Ако понудата е поголема од побарувачката, тогаш обично доаѓа до зголемување на кредитот и продолжување на рокот на плаќање, со тоа што следуваат и низа други поволности за купувачите од страна на добавувачите. Ако пак понудата е помала од побарувачката, а особено кога има недостаток на стока која пак е значајна од аспект на производството или потрошувачката, тогаш продавачот тежнее кон максимално скратување на роковите на плаќање, што подразбира и можност за негово инсистирање за авансно плаќање, односно плаќање пред рокот на доспевање.[19]

Основните аспекти на управување со побарувањата од купувачите

[19] Kanjevac, M ., Poslovne finasije; ,,,Ekonomika,,, Beograd, 1992, str.78.

создаваат:

1. Кредитна политика на компанијата;
2. Кредитни услови;
3. Политика на наплата на побарувањата.

2.1. Кредитни стандарди и кредитна анализа

Со кредитната политика на компанијата се одредуваат условите кои купувачот мора да ги исполни за да добие кредит, како и висината на кредитот кој може да се одобри. Кредитната политика на компанијата опфаќа две основни димензии:

1. кредитни стандарди;
2. кредитна анализа.

Кредитните стандарди се дефинираат како минимални критериуми кои купувачот треба да ги задоволи за да му се одбри кредит. Овие стандарди го претставуваат максималниот ризик кој компанијата е подготвена да го прифати, а за чија анализа е неопходно да се тестираат купувачите, и тоа од неколку аспекти:

- Карактерот на купувачот да ги почитува своите обврски;
- Капиталот на купувачот кој ја определува финасиската состојба на самиот купувач;
- Капацитетот за производство и продажба на купувачот;
- Колатералното обезбедување на долгот;
- Општата кондиција на купувачот.

Карактерот на купувачот да ги почитува обврските се однесува на подготвеноста на купувачот да ги извршува своите обврски, односно навреме да го исплати својот долг. Карактерот на купувачот се анализира и врз основа на неговото однесување кон останатите добавувачи.

Капиталот кој ја одредува финасиската состојба на купувачот, всушност ја

претставува финасиската сила на купувачот која е одредена од големината на основните средства. Притоа, капиталот на купувачот се проценува по пат на финансиска анализа и тоа најчесто со помош на финансиските индикатори, како на пример рацио анализата.

Колатералното обезбедување на долгот се однесува на можноста на кредиторот да обезбеди увид во деловните средства на купувачот, кои можат да послужат како реален залог за одобрениот кредит.

Општата кондиција на купувачот се однесува на споредните фактори кои можат да влијаат на економската и финансиската позиција на купувачот.

Кредитната анализа претставува метод за оценка на пазарната способност на купувачот. Таа се однесува на оцена на глобалната кредитна способност на купувачот, како и утврдување на максималниот износ на кредит кој купувачот може да го поднесе. Кредитната анализа претпоставува две основни фази:

1. Собирање на кредитни информации;

2. Анализа на кредитните информации.

Собирањето на кредитните информации претставува постапка која ѝ претходи на кредитната анализа. Особено важни информации претставуваат сметководствените информации од финансиските извештаи на купувачот.

Анализата на кредитните инфомации претставува конкретна кредитна анализа која се врши врз основа на претходно собраните податоци за бонитетот на купувачот.

Кредитните услови се однесуваат на условите на плаќање, кои компанијата-продавач ги поставува на купувачот. Постојат три основни критериуми кои ги детерминираат кредитните услови и тоа:

1) каса сконто;
2) дисконтен период;
3) кредитен период.

Каса сконто претставува попуст кој продавачот го нуди на купувачот доколку истиот ја плати својата обврска во дисконтниот период. Се утврдува како процент од продажната цена. Поимот каса-сконто подразбира рана наплата (во период кој е пократок од кредитниот период) преку која се зголемува коефициентот на обрт на побарувањата од купувачите и се намалува процентот на ненаплатени побарувања.[20]

Дисконтниот период претставува период во кој купувачите можат да го искористат подудениот каса-сконто од страна на компанијата. Позитивните ефекти кои дисконтниот период треба да ги предизвика се: зголемување на обемот на продажба, намалување на просечниот период на наплата на побарувањата и намалување на загубата која произлегува од ненаплатливите побарувања. Негативните ефекти од дисконтониот период доаѓаат до израз ако дојде до продолжување на дисконтниот период за користење на каса-сконто, што негативно се одразува на компанијата продавач.

Кредитниот период се изразува во број на денови и покажува време за кое е одобрен кредитот на купувачот.

Основните мерки кои компанијата-продавач може да ги користи со цел смалување на ризикот на наплата на побарувањата од купувачите се:

1. ограничување на износот на побарувањата;

2. договорна затезна камата;

3. избор на поволни форми на наплата;

4. осигурување (обезбедување) на побарувањата.

Ограничувањето на износот на побарувањата се однесува на утврдување на максималниот износ на продажба на стока на купувачот на кредит, кој тој ќе може да го плати во договорениот рок. Ограничувањето зависи од кредитната способност на купувачот, односно од проценката на тоа до кој износ купувачот може да се задолжи, без опасност од неплаќање на обврските.

[20] Ivanis M., „Upravljanje finansijama“, Univerzitet „Singidunum“, Beograd, 2009. str. 325.

Воведувањето на договор на затезна камата е насочено кон налагање на купувачот да ја плати стоката во договорениот рок, бидејќи нејзината примена влијае на зголемување на трошоците и намалување на финансискиот резултат на купувачот.

2.2. Политика на наплата и управување на ненаплатливите побарувања

Политиката на наплата на побарувањата од купувачите ги опфаќа актив-ностите и постапките кои една компанија треба да ги преземе за побарувањата од купувачите да се наплатат во предвидениот рок.

Компанијата продавач треба да изврши проценка на соодветните варијабили на вкупната добивка и врз нивна основа да ја дефинира оптималната страте-гија на наплата на побарувањата. Притоа, треба да се проценат ефектите на следните варијабили:

1) Загуби поради ненаплатени побарувања;
2) Просечен период на наплата на побарувањата;
3) Обем на продажба;
4) Трошоци за наплата на побарувањата.

Зголемувањето на напорите и трошоците за наплата на побарувањата тре-ба да доведе до намалување на загубите кои произлегуваат од ненаплатените по-барувања, скратување на просечниот период на нивна наплата и зголемување на добивката по таа основа. На компанијата-продавач, на располагање ѝ стојат пове-ќе видови на постапки за наплата на побарувањата, и тоа:

1) писмена опомена;
2) телефонска ургенција;
3) лична посета на купувачот;
4) судска наплата.

Од тука, успешноста на работење на една современа компанија зависи пред сѐ од ефикасноста на наплатата на нејзините побарувања.

2.2.1. Факторинг

Факторингот не претставува класична форма на краторочно финансирање. По дефиниција факторингот претставува цесија на побарувањата што ги поседува една компанија, односно нивното пренесување на специјализирана организација–фактор, која се занимава со наплата на побарувањата. Притоа, организацијата-фактор го исплаќа побаруваниот износ на компанијата што ѝ ги продала побарувањата, намален за соодветен износ.[21]

Извршувањето на факторингот не мора да вклучува кредитирање. Пренесувањето на побарувањата може да се изврши само преку посредување при нивната наплата, при што факторот не го презема врз себе ризикот од ненаплатливост. Меѓутоа, најчесто пренесувањето на побарувањата се врши без можност за нивно враќање, односно факторот го презема врз себе ризикот за нивна наплата.

Постои и трета можност која ја нуди факторингот, а се однесува на случаите кога компанијата која ги пренесува побарувањата не ги презема наплатените средства од страна на компанијата фактор веднаш, за што има право на соодветна камата.

Позитивните ефекти од факторингот се состојат во: заштеда на време и ресурси кои би биле ангажирани при наплатата на побарувањата од страна на компанијата продавач, избегнување на долгите процедури при кредитирањето, предвремен прилив на ликвидни средства и сл. Со факторингот се занимаваат специјализирани компании за оваа дејност.

3. Управување со залихите

Залихите претставуваат значителен дел од вкупните тековни средства во поголемиот број на компании, поради што бараат и значајно високи вложувања. За да не бидат овие вложувања непотребно високи, управувањето со залихите е

[21] Сашо Арсов, „Финансиски менаџмент“, Скопје, 2008, стр. 331.

неопходно. Суштината на рационалното работење со залихите, како и со сите други средства во претпријатието, е остварување на што поголем финансиски резултат со што помал обем на вложени средства, во овој случај, што помалку средства врзани во залихи на материјали, полупроизводи, готови производи или трговски стоки. Тргнувајќи од принципот на економичноста, работењето со залихите може да се рационализира со намалување на обемот на вложувањата во залихи и зголемување на брзината на нивното кружно движење.

Залихите треба да се зголемуваат сè додека настанатите заштеди ги надминуваат вкупните трошоци за држење на дополнителни залихи. Постигнувањето на рамнотежата зависи од проценетите заштеди, трошоците на одржување на дополнителните залихи и ефикасноста на нивната контрола. Самиот процес на управување со залихите и определувањето на нивната оптимална големина и структура опфаќа извршување на четири основни групи на активности:

1. Планирање на потребните обртни средства за финансирање на залихите по видови, групи и во вкупен износ;

2. Утврдување на расположивите залихи по видови, групи и во вкупен износ;

3. Определување на отстапувањата (вишоци, кусоци) преку споредба на расположливите со планираните залихи;

4. Донесување и реализирање на одлуките за елиминирање на отстапувањата на расположливите залихи од оптимално потребните.

Во компаниите редовно се составуваат извештаи за отстапувањата на расположливите залихи од нивните планирани големини, кои претставуваат основа за анализа и преземање на неопходните корективни мерки за отстранување на утврдените отстапувања. Карактерот на мерките зависи од видот на отстапувањето (дали се работи за кусок или вишок на соодветните залихи), како и од нивната релативна големина. Затоа што, како и воопшто во целокупните деловни активности, ретко кога компанијата го достигнува идеалниот оптимум во своето работење.

Менаџментот на секоја компанија, при одредувањето на оптималната големина и структура на залихите, тргнува од основната цел - остварување на што поголем финансиски резултат - нето добивка.

Финансиските менаџери мораат исто така да сметаат и на ризикот кој е вклучен во одржување на залихите. Основниот ризик се состои во тоа пазарната вредност на залихите да се намали под нивната набавна вредност.

Одредени видови на залихи се подложни на застарување, било поради технолошки причини или поради промена на вкусот на потрошувачите. Пример за тоа е развојот на информацската технологија, каде поради динамичниот развој некои електронски компоненти стануваат буквално безвредни. Или, кај прехранбените производи, поради нивната расипливост се доаѓа во ситуација во случај на прекумерни залихи, истите да се продаваат по намалена цена, која ја намалува нето добивката на претпријатието.

Финансиските менаџери мора добро да ги познаваат начините на ефикасна контрола на залихите, за да дојде до што е можно поефикасно користење на капиталот. Колку се поголеми опортунитетните трошоци на средствата инвестирани во залихи, толку е помала оптималната големина на просечните залихи и оптималната количина на нарачката, при непроменети останати услови.

Залихите претставуваат врска помеѓу производството и продажбата на производите. Производните претпријатија мора да одржуваат одредени залихи во текот на производството и истите се познати како залихи на производство во тек. Иако другите видови на залихи (залихи на полупроизводи, суровини и готови производи), не се неопходни, тие ја овозможуваат флексибилноста на претпријатието. Залихите на полупроизводи овозможуваат ефикасно реализирање на производната програма и користење на ресурсите. Без нив, во секоја фаза на производниот процес би се чекало комплетирање на делот од претходната фаза. Последователните „празни одови” и застои го поттикнуваат претпријатието на држење залихи на полупроизводи.

Залихите треба да се зголемуваат сè додека настанатите заштеди ги надминуваат вкупните трошоци за држење на дополнителни залихи. Постигнува-

њето на рамнотежата зависи од проценетите заштеди, трошоците на одржување на дополнителните залихи и ефикасноста на нивната контрола. Очигледно, таа рамнотежа бара анализа од производен, маркетиншки и финансиски аспект, во согласност со општите цели на претпријатието.

Преку одржување на зголемени залихи претпријатието може поекономично да произведува и набавува, побрзо да ги извршува порачките, со еден збор да биде пофлексибилно во контекст на целокупното пазарно опкружување. Поради наведените предности, менаџерите за производство и продажба се наклонети кон одржување на поголеми залихи, а исто така и менаџерот за набав-ка, кој често остварува количински рабат на големите набавки. Останува единствено на финансискиот менаџер во настојувањето за одредување на оптималната големина и структура на залихите, да ја пригушува наклонетоста кон созда-вање на прекумерни залихи.

Само со квалитетен процес на управување и деловно одлучување со кој ќе се приближат залихите до нивната најоптимална големина и структура, ќе се изврши најповолно влијание врз големината на финансискиот резултат на претпријатието. Вредноста на состојбата на секој одделен вид на залиха се пресметува едноставно, на тој начин што од долговниот промет на секоја сметка на која се евидентира средството се одзема прометот на страната на побарувањето.

Во претпријатијата со добра организација на работата извештаите за залихите се подготвуваат обично еднаш месечно, преку кои се прикажуваат влезот, излезот и состојбата на одделните залихи и тоа количински и вредносно. Овие извештаи се доставуваат до сите заинтересирани служби во претпријатието: набавна, планска, финансиска и сл., заради извршување на потребната анализа на состојбата со залихите, нивната динамика, усогласеноста со планираните потреби на производството и нивно што поефикасно управување.

Во производствените претпријатија обично се води следната книговодствена евиденција за залихите:

1. аналитичко книговодство за суровините и материјалите;

2. аналитичко книговодство за ситниот инвентар, амбалажата и автогумите;

3. аналитичко книговодство за производството во тек;

4. аналитичко книговодство за полупроизводите;

5. аналитичко книговодство за готовите производи.

Како најчести причини кои го предизвикуваат отстапувањето на расположливите од планираните вредности на обртните средства ангажирани во залихи, се наведуваат следните:

1. промена во вредносниот обем на вложувањата во процесот на репродукција;

2. промена во времетраењето на обртот на залихите;

3. нарушувања во структурата на обртните средства наменети за финансирање на залихите;

4. промени во квалитетот на репродукцијата (односот на приносот и вложувањата);

5. промена во состојбата на залихите на одделните видови на средства во функција и вон функција и сл.

Во табелата подолу е прикажан извештај од процесот на планирање на потребните обртни средства за суровини и материјали:

Табела 1-1: Планирање на потребните обртни средства за суровини и материјали[22]

Ред ен бр.	**Вид материјал**	**е.м.**	**Годишни Потреби-количина**	**Набавна цена**	**Годишни потреби вредност**	**Ден на врзување**	**Коеф. на обрт**	**Потребни обртни средства**

[22] „Upravuvanje so obrtnite sredstva", Branko Trajkoski, Gordana Trajkoska, Ekonomski fakultet, Prilep, 1999.

1	Основни материјали -материјал А -материјал Б -материјал В	 Тон Лит Тон	 2.000 1.000 500	 80 150 190	 160.000 150.000 95.000	 60 30 20	 6 12 18	 26.667 12.500 5.277
	Вкупни основни матријали				405.000		9,11	44.444
2	Помошни материјали				90.000	60	6	15.000
	Вкупно потребни материјали				495.000	43,22	8,33	59.444

Планирањето на залихите, како сегмент од вкупните обртни средства во претпријатието, е неопходен услов кој го обезбедува континуитетот на деловниот процес и перманентната ликвидност на работењето. Планирањето на големината на залихите зависи од дејноста на претпријатието, неговата припадност кон определена индустриска гранка, специфичностите на неговото работење и сл. При планирањето секое претпријатие настојува да го проектира оптималниот износ на средствата кои ќе бидат врзани во залихи на суровини, материјали, полупроизводи, готови производи и трговски стоки, кои зависат од следните конкретни услови и специфичности:

1. За утврдување на обртните средства за суровини и материјали, ситен инвентар, автогуми и амбалажа, се значајни условите за снабдување со овие залихи, карактерот, обемот и асортиманот на производството, обемот на залихите за одржување на континуитетот на производството и сл.;

2. При планирањето на обртните средства во форма на производство во тек

и полупроизводи се релевантни должината на временскиот период на траење на одделните циклуси, динамиката на производството и сл.;

3. За утврдување на обртните средства во залихи на готови производи важни се условите на продажба на производите, карактеристиките и барањата на потрошувачите и пазарот и сл.;

4. За утврдување на обртните средства во облик на трговски стоки се релевантни условите на снабдување, оддалеченоста од изворите за снабдување, условите на продажба, складирање и сл.;

Во практиката се користат неколку методи за планирање на вкупните обртни средства, во кои спаѓаат и залихите, врз основа на кои може да се види дали се работи за новоизградени капацитети или веќе постоечки претпријатија. Во првиот случај, потребните обртни средства се утврдуваат врз основа на следните методи:

1. метод на број на денови на траење на технолошкиот процес;

2. метод на каматни броеви;

3. метод на материјален биланс.

Претпријатијата кои веќе работат, потребните средства за финансирање на обртните средства ги утврдуваат со примена на следните методи:

1. непосреден (директен) метод;

2. посреден (индиректен) метод.

Ова се т.н. класични методи за планирање на вкупните обртни средства, на кои поради ограниченоста на овој дел од трудот на анализа на залихите, како дел од обртните средства, нема подетално да се задржуваме. Треба да се нагласи и тоа дека овие класични методи ги утврдуваат и пресметуваат потребните обртни средства по видови, за временски период од една година, неколку месеци или најкратко за еден месец.

Обртните средства што на претпријатието му се неопходни за пократки временски периоди (за 10-15 дена или месечно), можат да се пресметуваат со при-

мена на современи економско-математички модели за планирање на обртните средства. Суштината на овие модели е дефинирањето на оптималната големина на обртните средства како рамнотежа помеѓу вкупно потребниот износ на обртни средства со износот на обртните средства со кои располага претпријатието во конкретниот временски период. Доколку потребните обртни средства се означат со ПОС, а расположивите со РОС, тогаш равенството за оптималната големина на обртните средства ја добива следната форма:

ПОС = РОС

Примената на овие методи зависи од располагањето со определени податоци кои претставуваат основна претпоставка за утврдување на потребните обртни средства. Овие информации може да се добијат од книговодствената евиденција на претпријатијата во секое време. Врз основа на нив, а со примена на класичните или современите математички модели, може да се утврди потребниот износ на обртни средства ангажирани во залихи, за кој било ден, и тоа за сите поодделни видови и групи на средства.

Залихите можат да се поделат тргнувајќи од фазата во која се наоѓаат во текот на производниот процес, на:

1) Залихи на суровини (репроматеријали);
2) Залихи на недовршено производство (материјали во производниот процес);
3) Залихи на готови производи.

3.1. Релевантни трошоци на залихите

Во случај на неекономично управување со залихите, односно држење преголеми залихи, можат да се јават одделни трошоци, како на пример:

- Ризик од застареност на залихите;
- Нерентабилно работење;
- Дополнителни трошоци за манипулација и пренос;
- Трошоци во врска со обезбедувањето простор за складирање;

- Дополнителни трошоци за осигурување;
- Административни трошоци;
- Плаќање високи камати на ангажираните средства итн.

Недоволните залихи, исто така, можат да имаат за последица настанување дополнителни трошоци, на пример заради:

- Губење на количинскиот рабат;
- Прекин на производството и дополнителни трошоци за испорака, како и потреба за прекувремена работа или вработување нови работници;
- Изгубена добивка, поради намалувањето на обемот на продажбата;
- Дополнителни трошоци од неекономичното одвивање на производството;
- Губење доверба кај потрошувачите и долнителни трошоци за реклама;
- Вршење неекономични набавки, појава на дополнителни трошоци за набавка и транспорт;
- Појава на алтернативни трошоци, т.е. неискористен рабат, заради неискористена можност за набавка според поповолни услови и сл.

Поради големото значење што го имаат залихите, како дел од тековните средства на деловниот субјект, неопходно е и нивно реално вреднување. Вреднувањето на залихите е комплексен процес, при што треба да се имаат предвид неколку битни фактори и тоа:

- Утврдување на сопственикот на стоката (стока на пат, стока во консигнација, стоки при специјални договори за продажба);
- Утврдување на трошоците што треба да бидат третирани како трошоци на залихи;
- Определување на методот што ќе се применува за утврдување на цената на чинење на производот.

Согласно МСС 2 – Залихи, залихите треба да се вреднуваат според пониската вредност од набавната и нето реализациската вредност.

3.2. Модели на управување со залихите

Теоријата на залихите во основа се занимава со:

1. Одредување на оптималната количина на залихи;
2. Одредување на оптималното време на набавка на залихите.

Со тоа се одредени и темелните варијабли на одлучување во сите модели на управување со залихите[23]. Како критериуми за одлучување во најголем број на модели се применува критериумот – трошок. Трошоците кои се релевантни и кои е потребно да се оптимизираат се: трошоците на набавка (транспортни трошоци, трошоци за осигурување, царини), трошоците за држење на залихи (трошоци за камата на обртни средства, оперативни трошоци на складирање) и трошоци на недостаток на залихи.

Оној модел кој осигурува минимални вкупни трошоци на залихите помага во одредување на оптималната стратегија на управување со залихите во компанијата.

3.2.1. Модел на економични нарачки (EOQ model - Economic Order Quantity)

Моделот на економични нарачки е едноставен за примена и се темели на следното:

1. Побарувачката е позната, константна и независна;
2. Времето на испорака (времето од набавката до приемот на стоката) е познато и константно;
3. Приемот на залихи е моментален и севкупен;
4. Не се можни количински попусти;
5. Единствени врсти на трошоци во овој модел се трошоците на набавка и трошоците на држење на залихи;
6. Недостатокот на залихи може во целост да се избегне ако набавката се изврши во право време.

Согласно овој модел, економичната количина на набавка на залихи се пресметува со следната математичка равенка:

[23]Barković, et.al., 1986., str. 206.

$$Q = \sqrt{2DC/X} \quad каде:$$

Q* - економична количина на набавка;

D– вкупна побарувачка;

C – трошоци на набавка;

X – трошоци на држење на готовина.

3.2.2. Метод на „сигнализирачки“ залихи

За разбирање на овој модел потребно е да се дефинира поимот сигнализирачки залихи, кој претставува количина на залихи кај кои треба да се започне процес на набавка како би се овие залихи навремено надополниле, така да во текот на периодот на набавка не мора да дојде до употреба на сигурносните залихи. Сигурносните залихи се дефинирани како залихи кои се нешто помали од минималните, а служат за покривање на потребите само во случаите кога ќе дојде до поголема потрошувачка од она што е планирано, како во случаите на доцнење на испораката или испорака на погрешно место или погрешен материјал.

Од наведеното призлегува дека сигнализирачките залихи се наоѓаат помеѓу минималните и сигурносните залихи, а како што кажува и самото име, тие ѝ сигнализираат на компанијата дека се исцрпени залихите и дека е потребно повторно да се набават.Сигнализирачките залихи се утврдуваат врз основа на информации за потрошувачката, за роковите на испорака на добавувачите, но и за должината на периодот на набавка.

3.3. Методи на контрола на залихите

Во продолжение ги обработуваме трите познати методи за контрола на залихите на компаниите:

1. метод точно на време (ЈИТ);

2. планирање на потребата за материјали (МРП);
3. планирање и контрола на основа на условите на пазарот на дистрибуција.

3.3.1. Метод точно на време – Just in time

„Just in time sistemot“ претставува американска верзија на системот Канбан за контрола на залихите развиен од страна на компанијата „Тојота“ во Јапонија. На јапонски терминот ЈИТ означува временски добро планирано. Тоа значи дека залихите треба да бидат достапни кога ќе се потребни на компанијата, ништо порано или подоцна. Канбан системот е едноставен систем на дополнување на залихите кој се користи во големите самопослужни објекти, каде купувачот од полицата ја избира стоката која сака да ја купи и ја зема. За да функционира успешно овој систем, полиците секогаш треба да бидат полни. Стоката која ќе се потроши се нарачува со моментална испорака.[24] Оттука, ЈИТ системот става акцент на кратко, конзистентно време на испорака.

Методот Just in time или скратено ЈИТ е ориентирана на потребите на корисникот, а се применува за материјали и производи со голем удел во вредноста на потрошувачката, за која вреди да се синхронизира синџирот на производство во создавања на вредност,согласно дневните програми**.**

Овој систем функционира на основа на сигнални залихи. Сигналните залихи се пресметуваат на следниот начин[25]:

$$Zsn = P \times T + Zsig$$

каде:

P – очекувана дневна потрошувачка;

T – време на испорака;

Zsig – минимална или сигурносна залиха.

[24] Shingo, 1995., str. 157
[25]Shingo, 1995., str. 153

Друга важна информација во овој модел се максималните залихи, кои се пресметуваат за следниот начин:

$$\mathbf{Zmax = Q + Zsig}$$

Каде:

Zmax – максимална залиха;

Q – големина на производна серија.

Примарна цел на ЈИТметодот е постигнување на рамнотежен систем со редовен и брз проток на производи низ синџирот на набавка. Тоа се постигнува со:

- отстранување на препреките;
- имплементирање на флексибилен систем;
- намалување на времето на подготовка;
- намалување на залихите на минимум;
- отстранување на отпадот и грешките.

основните предности на ЈИТ системот на контрола на залихите се :

- намалување на залихите;
- висок квалитет;
- флексибилност на системот;
- намалување на чекањето внатре и надвор од системот;
- зголемување на продуктивноста;
- зголемување на искористеноста на опремата;
- намалување на грешките;
- намалување на потребите за простор.

3.3.2. АБЦ метод на контрола на залихите

Класификацијата на артиклите со примена на АБЦ методата се врши така што асортиманот (вкупните артикли) се дели на три сегменти. Во првиот сегмент А се артикли кои се процентуално најмалку застапени да речеме околу 20% во вкупниот промет, а носат голем приход на бизнисот, на пример 70%. Во група Б, е поголема количински на пример 30% или вкупно 50%, но во прометот учествува со видливо помал процент, на пример 20% или вкупно 90%. Група Ц, може да биде и 50% или вкупно 100%, а вредносно само 10 %, да учествува во прометот, односно профитот. АБЦ анализата се базира на просечна вредност на потрошувачка.

3.4. Показатели на ефикасноста во управување со залихите

Најраспространет и воедно најзначаен показател за успешноста во управувањето со залихите претставува коефициентот на обрт на залихите. Овој коефициент се утврдува како релативен однос помеѓу трошоците на залихите и нивната просечна состојба во одреден период, најчесто една година, било да се во пращање вкупните залихи или нивни сегменти, зависно од тоа за која цел ќе се пресметува коефициентот на обрт на залихите.

Ако коефициентот на обрт на залихите се користи за оценка на ефикасноста на управувањето со вкупните залихи или нивни поединечни делови, тогаш нивната агрегација во таа смисла се смета за потребна. Таквата агрегација е присутна во билансот на состојба, на основа на која е можно да се утврдат следните коефициенти на обрт:

Коефициент на обрт на вкупни залихи = цена на продадени производи / просечни вкупни залихи

Коефициент на обрт на готови производи = цена на продадени производи / просечни залихи на готови производи

Коефициент на обрт на недовршено производство = цена на готови производи предадени во магацин / просечни залихи на недовршено производство

Коефициент на обрт на метеријали = трошоци на материјали предадени во производство / просечни залихи на материјали

ГЛАВА 3

ФИНАНСИСКАТА РАЦИО АНАЛИЗА КАКО ОСНОВА ЗА ЕФИКАСНО УПРАВУВАЊЕ СО РАБОТНИОТ КАПИТАЛ

1. Поим, цели и задачи на финансиската анализа

Целта на финансиската анализа е квантифицирање и оценување на функционалните односи кои постојат помеѓу билансните позиции од финансиските извештаи, со цел добивање на веродостојни информации за финансиската положба и активностите на деловниот субјект. Имено, со оваа анализа се врши испитување на односите помеѓу поврзаните делови на финансиските извештаи, сè со цел да се истакнат и објаснат клучните релации од кои зависат сегашната и идната финансиска состојба на деловниот субјект.

Рацио[26]броевите се броеви кои претставуваат однос помеѓу две функционално поврзани биланси позиции. Тие се користат во парцијалните финансиски анализи. Всушност, анализата со помош на рациоброевите има за цел да ја оцени финансиската состојба и да се идентификуваат очекуваните промени во идната финансиска состојба на деловниот субјект.

Приоценка на добиените резултати од рациоанализата се користат рациоброевите од претходни години, рациоброеви кои се утврдени како плански големини во конкретниот деловен субјект, рациоброеви кои се однесуваат на најуспешниот деловен субјект во дејноста, итн. Особено значајни за компаративна анализа се оние финансиски показатели кои се просечни за индустриската гранка во која припаѓа анализираната компанија.

Рациоброевите можат да се групираат на најразлични начини, но најчесто за потребите на рациоанализата се групираат на следниот начин:

[26] Поимот „рацио" потекнува од англискиот јазик што означува однос.

- Финансиски показатели на ликвидност;
- Финансиски показатели на профитабилност (рентабилност);
- Финансиски показатели на финансиска структура;
- Финансиски показатели на активност или ефикасност;
- Финансиски показатели на пазарната вредност.

2. Показатели на ликвидност

Ликвидноста претставува способност на компанијата да ги подмири сите свои тековни обврски, во предвидениот рок, со достапните краткорочни извори (тековни средства). Ликвидносната состојба на компанијата е значаен елемент на нејзиното финансиско здравје,од причина што од неа зависат не само добрите деловни односи со доверителите и останатите стејкхолдери, туку и нејзиниот опстанок, бидејќи компанијата која е неликвидна во одреден подолг временски период е сериозен кандидат за стечај и ликвидација.[27]

Суштината на управувањето со ликвидноста произлегува од тоа дека доспеаните тековни обврски, под нормални услови, можат да се исплатат исклучиво преку ликвидни средства. Под ликвидни средства се подразбираат дел од тековните (обртни) средства кои веднаш или во релативно краток рок можат да се употребат за исплата на краткорочните обврски. Тука спаѓаат готовината, краткорочните побарувања и пласманите во краткорочни хартии од вредност. Во помалку ликвидни средства спаѓаат залихите и однапред платените трошоци, за кои е потребно малку подолго време да се конвертираат во готовина,за да се исплатат краткорочните обврски.

Мерењето на краткорочната ликвидност претставува прв тест на финансиската состојба на деловниот субјект, во смисла дали има доволно готовина во блиска иднина за да ги сервисира краткорочните обврски кои доспеваат.

[27] Арсов, Д-р Сашо,: „Финансиски менаџмент”, Економски Факултет – Скопје, 2008.

Показатели за анализа на ликвидноста на компаниите се:

- Стапка на тековна ликвидност (current ratio);
- Стапка на моментална (забрзана) ликвидност (quick ratio);
- Работен капитал (working capital).

2.1. Показател на тековна ликвидност

Овој показател е најопшт индикатор за ликвидноста на деловниот субјект, кој укажува на способноста на деловниот субјект за тековно подмирување на обврските.[28] Тековните обврски се обврски чиј рок на доспевање е една година и истите би можеле да се подмират од расположливите средства кои би се претвориле во готовина во период од една година (тековните средства).

Финансискиот показател за тековна ликвидност се пресметува со формулата:

Тековна ликвидност **= Тековни средства / Тековни обврски**

Показателот се смета за прифатлив, односно деловниот субјект се смета за ликвиден, доколку тековната ликвидност е поголема од 1. Најчесто, се препорачува показателот на ликвидност да изнесува приближно 2. Но, сепак, индикаторот на превисока тековна ликвидност не индицира секогаш позитивна финансиска состојба на компанијата.

Овој показател претставува индикатор на заштита на краткорочните кредитори и затоа е пожелно за деловниот субјект степенот на покриеност на краткорочните обврски да биде што поголем, со што нивните побарувања подлежат на помал ризик од ненаплатливост.

Главен недостаток на овај показател е тоа што не прави разлика меѓу различните видови на тековни средства, од кои некои се поликвидни од останатите. За надминување на оваа слабост на показателот на тековна ликвидност, се пресметува **показателот за брза ликвидност (ацид тест).** Основна задача на овој

[28] Mesarič, Petra: „Temeljni pokazatelji analize financijskih izvještaja“, Istraživački rad, Zagreb, 2009.

показател е да ја дополни сликата што ја дава тековниот показател, односно да даде проценка на можноста деловниот субјект да ги исплати своите краткорочни обврски употребувајќи го својот најликвиден имот. Имено, според овој показател, од вкупните тековни средства на компанијата се одземаат залихите, и тоа не само оние застарените, туку залихите воопшто, бидејќи не претставуваат толку ликвиден извор на средства како што се паричните средства и побарувањата. Суштината на показателот на моментната ликвидност е тоа што ги одзема залихите од обртните средства и на тој начин ја пресметува ликвидноста како способност на деловниот субјект да одговори на достасаните обврски во најкус рок.[29] Пример, доколку се работи за залихи на материјали, истите прво мора да се потрошат во процесот на производство за да се добие готов производ, а потоа да помине доста време за да се продадат залихите на готови производи.

2.2. Показател на моментна ликвидност

Финансискиот показател за моментна (брза) ликвидност се пресметува по формулата:

Моментална ликвидност **= обртни (тековни) средства−залихи / тековни обврски**

Доколку вредноста на овој показател е поголема од 1, се оценува како задоволителна. Суштината на овој показател е дека треба да изнесува минимално 1 или повеќе, односно тековните обврски не би смееле да бидат поголеми од најликвидните средства. Овој показател најчесто го користат банките и другите кредитори, а служи како предупредување на опасноста од неможноста должникот да ги исплати своите обврски во рокот на доспевање.

2.3. Показател за нето обртни средства (работен капитал)

Овој показател ги прикажува обврските на деловниот субјект кои доспеваат

[29] Арсов, Д-р Сашо: „Финансиски менаџмент”, Економски Факултет – Скопје, 2008.

на краток рок и укажува на оној дел од вкупните обртни средства кој е прибавен од долгорочни извори на финансирање. Колку што се поголеми нето обртните средства, поголема е ликвидноста на деловниот субјект. Овој показател е доста значаен за краткорочните кредитори кои го набљудуваат и анализираат конкретниот деловен субјект, бидејќи тој е индикатор за краткорочната ликвидност и способноста за враќање на обврските. Пред да одобри кредит, банката врши анализа на ликвидноста на деловниот субјект, но и на односот на краткорочните обврски спрема нето обртните средства, кои на некој начин служат како гаранција дека деловниот субјект ќе ги исполни своите обврски. Се претпоставува дека деловниот субјект кој има поголем износ на нето обртни средства, со истата брзина на конверзија на залихите и побарувањата во готовина, автоматски обезбедува и сразмерно поголем степен на ликвидност.

Овој показател се пресметува на следниот начин:

Нето обртни средства = Тековни средства – Тековни обврски[30]

Оценката на финансиската состојба на конкретен деловен субјект треба да се базира не само на согледување на сите рацио показатели, туку и на анализа на низа квалитативни показатели кои се поврзани со специфичните карактеристики на деловниот субјект. Целта на финансиската анализа не е само да се утврди дали финансиската состојба е поволна или неповолна, туку да помогне да се конципира таква финансиска структура која овозможува успешна реализација на целите на деловниот субјект, преку почитување на принципите на деловната политика и постојано приспособување на тековните промени.

3. Показатели на деловната активност – обрт на деловните средства

[30] Miličevic B., „Metodološki postupci u oceni finansijskog stanja preduzeča“, Beograd, 2009.

За време на работењето, деловните субјекти настојуваат да располагаат со средствата што поефикасно, односно преку вложувањата на што помалку средства се оствари што поголем обем на активности. Оваа деловна ефикасност се мери со односот помеѓу остварениот обем на активности (односно приходите и расходите како финансиски израз на количината и асортиманот на реализирани и произведени производи) и вложувањата во деловни средства. Показателите кои произлегуваат од тој однос се нарекуваат показатели на активност.

Основни показатели за деловна активност се:

- стапка на обрт на вкупните средства (asset turnover ratio);
- стапка на обрт на залихите (inventory turnover ratio);
- стапка на обрт на побарувањата;
- просечен период на наплата на побарувањата;
- стапка на обрт на основните средства (fixed assets turnover ratio).

Сите овие показатели даваат одговор на прашањето колку ефикасно деловниот субјект ги користи расположливите средства, односно претставуваат основа за оценка дали билансно изразените средства одговараат на висината на остварените (планираните) приходи на компанијата.

Значењето на овие показатели се согледува и од аспект на управувањето со финансиите на компанијата, бидејќи односот на ефектите и вложувањата директно го детерминира степенот на ликвидност и рентабилност на деловниот субјект.

Доколку деловниот субјект управува ефикасно со средствата со кои располага, ќе оствари нивен брз обрт што значи и брзо претворање во парични средства кои се неопходни за покривање на краткорочните обврски. Со побрз обрт, деловниот субјект ќе оствари и поголема ликвидност, помала ангажираност на обртни средства, а со тоа ќе се намали и потребата за дополнително задолжување.

3.1. Коефициент на обрт на побарувањата од купувачите

Коефициентот на обрт на побарувањата од купувачите, кој ја покажува ефикасноста на компанијата во управување со продажбите на купувачите на кредит, се пресметува преку равенството:

Коефициент на обрт на побарувања = Нето приходи од продажба / Просечно салдо на купувачи

Многу е значајно да се антиципира периодот во кој може да се очекува конверзија на побарувањата од купувачите во готовина. Со помош на овој коефициент се пресметува просечниот период на наплата на побарувања од купувачите, со примена на следната формула:

Просечен период на наплата = 365 / Коефициент на обрт на побарувањата

Резултатот од овој однос покажува колку дена му се потребни на конкретниот деловен субјект да ги наплати сопствените побарувања, односно должината на временскиот период во кој се кредитираат купувачите.

При анализа на овие показатели треба да се има во предвид дека вкупниот износ на побарувања од купувачите зависи од обемот на реализација, но и од политиката на кредитирање на купувачите и степенот на ефикасност на наплатата.

3.2. Показател за обрт на обврските кон добавувачите

Показателот за обрт на обврските кон добавувачите ја покажува ефикасноста на компанијата во плаќање на обврските кои таа ги има кон своите добавувачи, се пресметува според формулата:

Коефициент на обрт на добавувачи = Набавна вредност на продадени производи + Промена на состојбата на залихи / Просечна состојба на добавувачи

Со помош на овој коефициент, понатаму се пресметува просечниот период на исплата на обврските, и тоа со следната формула:

Просечен период на исплата на обврските[31] = Просечни обврски кон добавувачите × 365 / Вкупен износ на годишни набавки

Резултатот од овој однос покажува колку дена му се потребни на конкретниот деловен субјект да ги исплати своите обврски, односно временскиот период за кој е кредитиран од добавувачите. Познавањето на просечниот период за исплата на обврските кон добавувачите претставува значаен параметар во дефинирањето на кредитната политика на деловниот субјект, бидејќи само наплатата на побарувањата обезбедува средства за исплата на обврските спрема добавувачите.

Коефициент на обрт на залихи

Коефициентот на обрт на залихите претставува значаен финансиски показател за успешноста на компанијата во управување со залихите и се пресметува со примена на следната формула:

Коефициент на обрт на залихи = Набавна вредност на продадени производи / Просечно салдо на залихи

[31] Арсов, Д-р Сашо: „Финансиски менаџмет" Економски Факултет – Скопје, 2008.

Во деловните субјекти во кои вложувањата во залихи имаат голем удел во структурата на средствата, многу е важно анализирањето на нивната конвертабилност во готовина. Овој показател покажува дали деловниот субјект во настојувањето да обезбеди континуитет во своето производство, ангажира висок обем на средства во залихи.

Доколку се работи за залихи наматеријали за производствениот процес, тоа укажува на потребата од анализа на функционирањето на набавниот сектор кој можеби, во настојувањето да се минимизира ризикот од застој во производствениот процес, ангажира вишок обем на инпути и со тоа се натрупуваат залихи. Со тоа, се создава неусогласеност меѓу инпутите и аутпутите, кој мора да биде финансиран на соодветен начин. Деловниот субјект може да ги финансира залихите со сопствени средства, но, без разлика, мора да се има во предвид дека тоа не се бесплатни средства, тие имаат свој опортунитетен трошок.

Доколку коефициентот на обрт на залихи е низок, може да биде индикатор за неадекватно функционирање на маркетинг секторот и продажниот сектор на компанијата. Имено, иако во залихи спаѓаат и залихите на готови производи, во пресметувањето на овој коефициент се користат трошоците, бидејќи сите залихи во деловните субјекти се евидентираат по набавна вредност, а не по продажна.

Со помош на овој коефициент понатаму се пресметува просечниот период на врзување на средствата во залихи и тоа со следната формула:

$$\textbf{Денови на врзување} = 365 \,/\, \text{Коефициент на обрт на залихи}$$

4. Показатели на пазарната вредност на компанијата

Показателите на пазарната вредност претставуваат показатели коишто ги користат пред сè инвеститорите, при вложувањето на нивните ограничени парични средства. Како показатели на пазарната вредност најчесто се среќаваат: нето добивка по акција, однос пазарна цена и добивка по акција, показател на плаќање на дивидендата, дивидендна стапка и книговотствена вредност по акција.

4.1. Нето добивка по акција

Нето добивката по акција покажува колкав дел од остварената добивка на компанијата може да се распредели на акционерите во вид на дивиденда или да се акумулира, што зависи од големината на остварената добивка и политиката на нејзината распределба.

Нето добивката по акција се пресметува како релативен однос на нето добивката на компанијата остварена во текот на деловната (тековната) година и бројот на емитирани обични акции.

Нето добивка по акција = Нето добивка / Број на емитирани обични акции

Бројот на обичните акции го претставува бројот на емитираните и продадени акции, односно оние акции кои ги поседуваат сопствениците. Со овој показател се мери успешноста на работењето на компанијата и е многу значаен индикатор во инвестициската анализа која ја спроведуваат потенцијалните инвеститори.

Кога станува збор за финансиската состојба на компанијата, прв показател кој треба да се пресмета е показателот – **заработувачка по акција**. Делот од профитот на компанијата алоциран на секоја издадена акција на пазарот е познат како заработувачка по акција. Ваквата дефиниција изгледа едноставна, меѓутоа самата пресметка на показателот не е толку едноставна.

Основните карактеристики на основната заработувачка по акција се следните:

1. Заработувачката по акција се однесува само за обичните акции;
2. Компании кои не се јавно поседувани немаат обврска да го пресметуваат овој показател;
3. Заработувачката по акција овозможува пресметка на идната исплата на

дивиденда и проценка на сегашната вредност на акциите на сопствениците на истите.

4.2. Однос на пазарна цена и нето добивка по акција

Односот пазарна цена и нето добивка по акција е показател кој е важен индикатор за идните инвеститории доколку е поголем, покажува дека акционерите имаат поголеми очекувања од компанијата.

Показателот за односот на пазарната цена по акција и нето добивка по акција се пресметува со следната формула:

Однос пазарна цена и нето добивка по акција = *Пазарна цена / Нето добивка по акција*

Повисока вредност на овој показател понатаму укажува на иден пораст на нето добивката на компанијата, што значи дека инвеститорите имаат доверба во нејзиното идно работење.

4.3. Показател на исплата на дивиденда

Показателот за исплата на дивиденда се добива како однос на следните големини:

Показател за плаќање на дивиденда = *Исплатена дивиденда по акција / Нето добивка по акција*

Распределбата на нето добивката на дивиденда и задржана добивка е дел од политиката на распределба на добивката, која се разликува од компанија до компанија. Компаниите кои работат успешно остваруваат профит. Притоа, целиот или дел од остварениот профит може да биде задржан заради реинвестирање, односно зајакнување на ликвидноста на друштвото или може да биде распределен на акционерите, како сопственици на капиталот на друштвото, во вид на дивиденда. Оттаму, правото на дивиденда претставува право на акционерите на учество во добивката на друштвото.

4.4. Дивидендна стапка

Дивидендната стапка го покажува тековниот принос којшто акционерот го остварува како процент во однос на пазарната вредност на акциите, и посебно значаен за инвеститорите кои преферираат стабилни дивиденди, во однос на зголемување на капиталната добивка (пораст на цените на акциите).

Дивидендната стапка се пресметува преку следниот однос:

Дивидендна стапка = Дивиденда по акција / Пазарна цена по акција

4.5. Книговодствена вредност по акција

Книговодствената вредност по акција се користи при одредување на ликвидациската вредност на фирмата, која го претставува релативниот износ кој би го добиле обичните акционери на компанијата, доколку дојде до нејзина ликвидација. Доколку не се земаат предвид трошоците на постапката за стечај, ова би можело да биде минималната вредност по акција. Недостаток кај овој показател е тоа што

во броителот се поаѓа од книговодствената вредност на компанијата, која не е реална, поради примената на принципот на историски трошоци во вреднувањето на средствата и која не ги зема предвид потенцијалните добивки кои може да се остварат со користење на средствата. Доколку дојде до ликвидација на претпријатието, кога ќе се подмират сите доверители, на обичните акционери би им останале акциите со вредноста на овој показател.

Книговодствената вредност по акција се пресметува по следната формула:

Книговодствена вредност по акција =

Сопствен капитал / Број на емитирани обични акции

5. Кеш флоу анализа

Концептот на кеш флоу анализата е од понов датум. За првпат се појавува во почетокот на 50-тите години на 20 век во одредени американски корпорации за производство и продажба на нафта. Под влијание на оваа практика, набргу се проширува и во Европа.

Кеш флоу анализата претставува еден од инструментите за управување со финансиите. Поимот кеш флоу – готовински тек има две значења:

- Како постојани примања (приливи и одливи) кои протекуваат низ компанијата (бруто кеш флоу), или како разлика помеѓу приливите кои произлегуваат од продадените производи и услуги и одливите кои се поврзани со производството на производи и услуги (нето кеш флоу);
- Како збир од добивката, амортизацијата и другите трошоци кои не предизвикуваат излезна готовина, т.е. како дел од приливот кој останува во компанијата и се користи за исплата на дивиденди, финансиски инвестиции и за исплата на долговите, или дел од нето добивката која произлегува од работењето.

Извештајот за готовински текови, како преглед на приливите и одливите на готовина во пресметковниот период поделени според клучните активности (оперативни, финансиски и инвестициски), претставува значаен финансискии звештај со кој што се дополнуваат информациите вклучени во основните финансиски извештаи – билансот на состојба и билансот на успех. Основната цел на овој финансиски извештај е на сите заинтересирани корисници да им овозможи стекнување на увид во способноста на компанијата да генерира готовински текови, поврзани со нивните вложувања. Акционерите и потенцијалните инвеститори се заинтересирани за готовинските текови од дивиденди на акциите, додека кредиторите се заинтересирани за готовинските текови поврзани со кредитните аранжмани (каматите). Менаџерите, исто така, се заинтересирани за готовинските текови на компаниите, бидејќи од усогласеноста на примањата и издавањата на готовина зависи финансиската и оперативната флексибилност на компаниите. Извештајот за готовински текови им служи на корисниците да ги проценат промените на нето средствата на компанијата, нејзината финансиска структура, ликвидноста и солвентноста, како и способноста на компанијата да се прилагодува на променливите барања на деловното окружување.

Извештајот за готовински текови е значаен како за тековното планирање на потребите за готовина, така и за деловното одлучување и контрола на идните деловни активности на компанијата.

Анализата на готовинските текови уште се нарекува и проценка на солвентноста на компанијата. **Солвентноста** е способност на компанијата долгорочно да ги покрива сите свои достасани обврски за плаќање, во роковите на нивното достасување. Тоа значи дека проценката на солвентноста е значаен сегмент во анализата на готовинските текови и се состои од анализа на клучните позиции од овој извештај, кои се однесуваат на оперативните, инвестициските и финансиските активности.

Проценката на солвентноста се однесува на проценката на временската усогласеност на приливите и одливите на готовина од споменатите активности и тоа не само внатре во поединечните активности, туку и помеѓу активностите кои

генерираат готовина. Проценката на солвентноста или анализата на готовинскиот тек се состои од три подрачја[32]:

- Анализа на оперативните перфомански на компанијата;
- Анализа на финансиската флексибилност;
- Проценка на ликвидноста.

Финансиската флексибилност се однесува на проценка на способноста на компанијата да произведува (генерира) готовина од други извори, кои не се дел од основната оперативна активност на компанијата. Станува збор за способноста на компанијата кредитно да се задолжува, да емитира обврзници или на финансискиот пазар да врши емисија на акции. Финансиската флексибилност се постигнува и преку способноста на компанијата да продава дел од активата (средствата) со коишто располага. Во средствата кои можат да се продаваат спаѓаат недвижности, постројки, опрема, земјиште, нематеријални средства и финансиски инструменти. Компанијата која може да одговори на потребите за готовина низ овие форми на активности, се смета за финансиски флексибилна.

Ликвидноста е дел на финансиската флексибилност и се дефинира како краткорочен аспект на набљудување на готовинските текови на компанијата. Ликвидноста е способност на компанијата да ја претвори својата актива (своите средства) во готовина. Тековните средства, или како што уште се нарекуваат високо ликвидни средства, придонесуваат за финансиската флексибилност на компанијата, бидејќи во краток рок можат да се конвертираат (претворат) во готовина и да служат за покривање на достасаните обврски за плаќање. Проценката на ликвидноста може да се види и преку анализата на позициите од активата на билансот на состојба. Доколку доминираат тековните средства во однос на долгорочните средства, компанијата начелно може да се смета за ликвидна. Конечната проценка на ликвидноста зависи и од соодветните финансиски показатели, кои се претставени како:

а) показатели за проценка на ликвидноста;

[32] Knezevic, G. „Analiza finansijskih izvestaja“, Univerzitet Singidinum, Belgrad, 2009.

б) утврдување на нето обртните средства;

в) специфични показатели кои се однесуваат на извештајот за готовински текови.

За првите две групи, финансиски показатели за проценка на ликвидноста и за утврдување на нето обртните средства повеќе стана збор претходно, во делот на обработка на показателите за анализа на ликвидноста на компанијата.

Покрај показателите на ликвидноста, анализата на готовинските текови на компанијата се дополнува и со анализа на т.н. *специфични финансиски показатели,* коишто се однесуваат на позициите од извештајот за готовински текови. Овде станува збор за следните финансиски показатели: односот на нето готовинскиот тек и нето добивката, учеството на нето готовинскиот тек во приходите од продажба, односот на нето готовинскиот тек и вкупните средства на компанијата и утврдување на слободниот готовински тек.

Однос на нето готовинскиот тек и нето добивката =

$$\frac{\text{НЕТО ГОТОВИНСКИ ТЕК ОД ОПЕРАТИВНИ АКТИВНОСТИ}}{\text{НЕТО ДОБИВКА}}$$

Овој показател покажува колку е способна компанијата да генерира нето готовински текови од оперативните активности, на секој денар нето добивка остварена во тековниот пресметковен период. Доколку овој однос е повисок во однос на ланскиот просек или во однос на претходната деловна година, тоа значи дека компанијата е способност да „генерира“ повеќе готовина од оперативните активности.

Учество на нето готовинскиот тек во приходите од продажба =

$$\frac{\text{НЕТО ГОТОВИНСКИ ТЕК ОД ОПЕРАТИВНИ АКТИВНОСТИ}}{\text{НЕТО ПРИХОДИ ОД ПРОДАЖБА}}$$

Овој показател покажува колкав нето готовински тек остварила компанијата од оперативните активности, на секој денар нето приход од продажба. Овој показател претставува мерка на способноста на продажната функција на компанијата да генерира готовински текови. Тоа понатаму значи дека повисоката вредност на овој показател покажува поголема способност на продажбата за генерирање приливи на готовина од оперативните активности.

Однос на нето готовинскиот тек и вкупните средства на компанијата =

$$\frac{\text{НЕТО ГОТОВИНСКИ ТЕК ОД ОПЕРАТИВНИ АКТИВНОСТИ}}{\text{ПРОСЕЧНИ ВКУПНИ СРЕДСТВА НА КОМПАНИЈАТА}}$$

Овој показател покажува колку нето готовински тек од оперативни активности остварила компанијата на секој денар просечно вложени вкупни средства. Овој показател претставува мерило за способноста на средствата (имотот) на компанијата да генерираат готовина.

Слободен готовински тек *(free cash flow)* =

Нето готовински тек од оперативни активности–дивиденда–нето вложувања во долгорочни (постојани) средства,каде:

Нето вложувања во долгорочни (постојани средства) = Приливи од продажба на постојани средства – Одливи по основа на набавка на постојани средства

Показателот за слободен готовински тек претставува значајно мерило за успешноста на компанијата, којшто инвеститорите многу често го користат во анализата на атрактивноста на акциите на компанијата на финансиските пазари.

Овој готовински тек се дефинира како мерило на остатокот на готовината од оперативните активности, кој останува откако ќе се исплатат дивидендите и ќе се извршат вложувањата во раст на компанијата.

ГЛАВА 4 – СТУДИЈА НА СЛУЧАЈ

Анализа на работниот капитал на компанијата „Х”

БИЛАНС НА УСПЕХ НА КОМПАНИЈАТА Х

(во 000 ден.)

	2016 г.
ПРИХОДИ ОД ПРОДАЖБА	136.520
ТРОШОЦИ НА ПРОДАДЕНИ ПРОИЗВОДИ	76.650
БРУТО ДОБИВКА	**59.870**
ОСТАНАТИ ДЕЛОВНИ ПРИХОДИ	9.360
АДМИН,ТРОШОЦИ И ТРОШОЦИ ОД ПРОДАЖБА	30.150
ОСТАНАТИ ТРОШОЦИ НА РАБОТЕЊЕТО	9.250
ОПЕРАТИВНА ДОБИВКА	**29.830**
ПРИХОДИ ОД КАМАТА	250
ПРИХОДИ ОД ИНВЕСТИЦИИ	210
РАСХОДИ ЗА КАМАТА	1.460
КУРСНИ РАЗЛИКИ (ПОЗИТИВНИ / НЕГАТИВНИ)	0
ВОНРЕДНИ ПРИХОДИ	1.230
ВОНРЕДНИ РАСХОДИ	1.225
НЕТО ОПЕРАТИВНИ ПРИХОДИ / РАСХОДИ	-995
ДОБИВКА ПРЕД ОДДАНОЧУВАЊЕ	28.835
ДАНОК НА ДОБИВКА	2.200
НЕТО ДОБИВКА	**26.635**

БИЛАНС НА СОСТОЈБА НА КОМПАНИЈАТА X 2016 ГОД.

(во 000 ден.)

Постојани средства	КАПИТАЛ И РЕЗЕРВИ
123.730	112.522
Нематеријални средства	Акционерски капитал
7.500	110.000

Материјални средства 107.130	Сопствени акции -9.600
Земјиште и градежни објекти 31.280	Законски резерви 5.005
Постројки и опрема 65.000	Акумулирана добивка 7.147
Алат, погонски и канцелариски средства 9.800	
Материјални с-ва во подготовка 1.050	Обврски 63.968
Долгорочни финасиски вложувања 9.100	Долгорочни обврски 30.200
Обратни средства 52.790	Краткорочни обврски 33.759
Залихи 26.560	Обврски кон добавувачите 32.000
Суровини и материјали 15.310	Обврски за аванси,депозити и кауции 303
Производство во тек 3.520	Обврски за даноци и придонеси 6
Готови производи 7.730	Краткорочни позајмици 1.450
Краткорочни побарувања 20.440.00	ПВР 9
Побарувања од купувачите 17.600	
Дадени аванси 940	
Побарувања од вработени 200	
Останати побарувања	

1.700	
Парични средства и хартии од вредност	
5.780	
АВР	
10	
ВКУПНА АКТИВА	**ВКУПНА ПАСИВА**
176.520	**176.520**

Пресметка на финансиски показатели

- За оценка на ликвидноста на компанијата Х за 2016 година ги пресметуваме показателите на тековна и моментална ликвидност:

- **Тековна ликвидност** = Тековни средства / Краткорочни обврски

Тековна ликвидост = 52790 / 33759 = 1,563

Од пресметаниот показател за тековна ликвидност може да се види дека анализираната компанија е ликвидна, бидејќи тековната ликвидност е поголема од 1 (1,563). Ова значи дека компанијата располага со доволно тековни средства, со кои може да се подмират достасаните тековни обврски.

Всушност и превисоката ликвидност не секогаш значи и поволен резултат, бидејќи може да биде резултат на постоење на стари залихи, кои компанијата не може да ги продаде.

Друг показател кој ја дополнува сликата на претходниот, а кој ги иззема залихите од обртните средства и ја претставува способноста на компанијата за подмирување на достасаните обврски во што е можно пократок рок е:

- **Моментална ликвидност** = Обратни средства – Залихи / Краткорочни обврски

Моментална ликвидност = 52790-26560 / 33759 = 0,77

Со оглед дека вредноста на овој показател е нешто помала од 1, укажува на тоа дека компанијата има стапка на моментална ликвидност нешто помала од прифатливата граница, што понатаму значи дека во вкупната вредност на тековните средства на компанијата сепак, влегуваат значителни залихи, кои не може да се третираат како ликвидна форма на обртни средства.

- За утврдување на брзината на трансформирање на средствата во пари се пресметуваат показателите за обрт.

- **Коефицинет на обрт на просечни средства** = Приходи од продажба / Просечни вкупни средства = 136520 / (17520 / 2) = 1,54

Пресметаната вредност на коефициентот на обрт на просечните вкупни средства покажува дека вкупните средства на анализираната компанија прават 1,54 обрти во текот на годината.

- **Коефициент на обрт на побарувањата од купувачите** = Приходи од продажба / Побарувања од купувачи = 136.520 / 17.600 = 7,8

Добиениот резлтат од пресметката покажува дека вкупните побарувања од купувачите на компанијата X за 2016 година се завртуваат 7,8 пати во текот на годината, што всушност значи дека се јавуваат 7,8 циклуси во текот на периодот кои почнуваат со побарувања од купувачи, а завршуваат со нивна наплата. Ова е солиден показател, кој упатува на ефикасно управување на компанијата со продажбата на купувачите на кредит.

- На претходниот показател за обрт на побарувањата од купувачите се надополнува показателот за просечниот период на нивна наплата, кој се пресметува на следниот начин:

Просечен период на наплата на побарувањата = 365 / Коефициент на обрт на побарувања = 365 / 7,8 = 46,8 денови

Добиениот резултат покажува дека на компанијата Х ѝ се потребни во просек 46,8 денови за да ги наплати своите побарувања, вредност која укажува на ефикасна наплата на побарувањата.

- Нареден показател во оваа анализа е показателот за вкупната задолженост, кој го покажува степенот на финансирање на компанијата преку задолжување, односно делот од вкупните средства кој е обезбеден од туѓи извори на капитал.

- **Вкупна задолженост** = Вкупен долг / Вкупни средства = 63968 / 176520 = 0,362 или 36,23%

Пресметаниот показател на вкупна задолженост покажува дека компанијата Х се финасира со 36,23 % средства од туѓи извори, што не претставува голема задолженост на компанијата (имајќи го предвид максималниот праг на прифатлива задолженост од 50%).

- За оценка на остварената профитабилност на компанијата ги пресметуваме бруто профитната и нето профитната маржа:

- Бруто профитна маржа = Оперативна добивка / Приходи од продажба = 29.830 / 136.520 = 0,21 или 21,85 %
- Нето профитна маржа = Нето добивка / Приходи од продажба = 26.365 / 136.520 = 0,19 или 19,5%

Пресметаните показатели покажуваат дека од секој денар остварени приходи од продажба, компанијата Х остварила 21,8 денари оперативна добивка и 19,5 денари нето-добивка. Разликата меѓу бруто и нето -профитната маржа се должи на покривањето на трошоците кои во билансот се наоѓаат подолу од оперативната добивка.

Со цел за илустрација на пресметката и начинот на толкување на финансиските показатели, за чија пресметка се користат ставки од работниот капитал на компанијата, пресметките се направени само за 2016 година. Се разбира дека во практиката, една комплетна и квалитетна анализа на финансиските извештаи на една компанија опфаќа период од најмалку 3-5 години, со цел да се утврди трендот и промените на одделните финансиски показатели низ годините. И уште позначајно, пресметаните финансиски показатели за компанијата која се анализира се споредуваат со истите тие показатели на останатите конкурентски компании во истата дејност во која работи компанијата, со цел да се види нејзината позиција на пазарот.

ЗАКЛУЧОК

Генерално гледано, на компанијата ѝ стојат на располагање два вида на капитал: прво сопствен капитал, односно капитал кој ѝ припаѓа на самата компанија, и второ, туѓ капитал кој компанијата го ангажира од доверителите, на база на

договор, со одредени формулирани права и обврски. Капиталот кој претставува дел од едно партнерство претставува капитал вложен од страна на сопствениците на тоа партнерство, односно компанија. Врз структурата на капиталот значително влијание има и структурата на средствата на компанијата. Ако учеството на фиксните средства во структурата на капиталот е високо, тогаш ќе биде превладувачко присуството на капитал што е обезбеден со долгорочно задолжување и сопствен капитал, додека учеството на капиталот што е обезбеден со краткорочно задолжување ќе биде релативно помало.

Со изборот помеѓу изворите на средства (капитал), финансискиот менаџмент ја дефинира и структурата на финансирање на компанијата. Притоа, композицијата на изворите на финансирање, сфатена како однос помеѓу сопствениот и туѓиот капитал, изразена во пасивата на билансот на состојба, се означува како финансиска структура на компанијата. Критериумите кои го диктираат изборот помеѓу расположливите извори се бројни и многу често се наоѓаат во меѓусебниот конфликт, при што конципирањето на финансиската структура на една компанија претставува комплексен проблем.

Капиталот всушност го претставува кој било ресурс кој обезбедува одреден принос, во тек на одреден период

Потребата од капитал варира во зависност од тоа во која фаза од развојот се наоѓа компанијата. За да започне со деловната активност, секој субјект треба да обезбеди капитал во определен обем. Забележително е дека во почетната фаза од развојот на компаниите превладува сопствениот капитал, додека учеството на туѓиот капитал вообичаено е сведено на минимум, при што најчесто се работи за краткорочни кредити што се обезбедени од финансиски институции и деловни партнери.

Работен капитал (working capital) е оној капитал кој ѝ стои на располагање на компанијата за задоволување на тековните обврски и несаканите парични издатоци. Управувањето со обртните средства не е едноставно. Покрај познавањето на организацијата и функциите на компанијата, како и познавањето на конкуренцијата, управувањето со работниот капитал бара и основно познавање на

финансиите, врз основа на што се донесуваат големиот број на одлуки. Управувањето со работниот капитал на компанијата е значајно од повеќе аспекти, особено поради тоа што обртните средства го сочинуваат поголемиот дел од врупните средства со кои компанијата ја извршува својата деловна активност. Доколку една компанија настојува да ја подобри успешноста во работењето, мора постојано да ги контролира своите залихи и побарувања. При изборот на структурата на капиталот предност им даваат на акумулираната добивка и на капиталот од емисија на чисти и конвертабилни обврзници.

Структурата на капиталот е претставена преку видовите на капитал со кои располага компанијата. Типови на капитал кои најчесто се среќеваат и им стојат на располагање на инвеститорите во компаниите се: обични акции, издавањето на приоритетни односно преференцијални акции, заеми и обврзници и задржаната добивка. Традицио-налното финансиско правило бара односот на сопствениот и позајмениот капитал да биде 1:1. Меѓутоа, во услови на современо работење на компаниите ова пра-вило во основа е надминато.

Капиталот од емисија на обични акции се формира преку емисија и продажба на обични акции на пазарот на хартии од вредност и се смета за сопствен траен извор на финансирање на компаниите. Меѓутоа, пошироко гледано, акционерскиот капитал го опфаќа освен овој капитал и капиталот од емисија на преференцијални (приоритени) акции.

Емисијата и продажбата на акциите може да биде вршена директно од страна на самиот емитент или може да биде доверена на некоја посебна финансиска институција, која посредува помеѓу компанијата и непосредниот купувач на акции. За таа услуга посредникот го добива својот надомест во вид на провизија, која за компанијата претставува дополнителен трошок, бидејќи го намалува паричниот прилив од продадените акции, односно вредноста на акционерскиот капитал.

Акумулираната добивка може да се дефинира како интерен, сопствен и траен капитал кој настанал како резултат на остварената нето добивка во работењето на компанијата. Во компаниите кои работат нормално и кои водат сметка за

својот постојан раст, вкупниот износ на нето добивката не може да им биде исплатен на акционерите во вид на дивиденда.

Акумулираната добивка се разгледува како разлика помеѓу остварената нето добивка и исплатената дивиденда на акционерите и не претставува расположлива готовина, бидејќи на компанијата може да ѝ недостасува готовина дури и тогаш кога има вишок на салдо на акумулирана добивка во билансот на состојба.

Кога се работи за финансирање на капиталните вложувања, компанијата се потпира и на позајмени извори на финансирање, кои заедно со сопствените извори ја чинат структурата на капиталот. Притоа, треба да се нагласи дека структурата на капиталот е потесен поим од поимот финасиска структура, бидејќи краткорочните долгови, поради краткорочното доспевање, не можат да бидат користени за финансирање на капитални вложувања, кои имаат долгорочен карактер. Долгорочно позајмениот капитал (долгорочен долг) го сочинуваат сите видови на долг на компанијата кои имаат рок на доспевање подолг од една година. Од ваквата класификација на структурата на капиталот произлегува дека под долгорочен долг треба да се подразберат сите видови на долгорочни кредити и капиталот прибавен од емисијата на долгорочни обврзници.

Висината на работниот капитал првенствено е условена од дејноста со која се занимава компанијата, а потоа и од други фактори, како што се положбата на пазарот, уловите на продажба и должината на производниот циклус. Обемот и структурата на работниот капитал на компанијата е под влијание на надворешни и внатрешни фактори, кои треба да бидат предмет на постојано следење, анализирање и истражување. Со цел успешно управување со обртните средства, потребно е перманентно да се планираат потребните обем и структура на обртни средства, како вкупно така и по видови, при што треба да се води сметка за отстапувањето од оптималното ниво.

Управувањето на обртните средстава е сложен процес и поради самата хетерогеност на составот на овој вид капитал, во кој влегуваат: залихите, готовината, побарувањата од купувачите.

Суштината на управувањето со залихите е нивната набавка и ангажирање тогаш кога се потребни и во оптимална количина, со минимални трошоци. Залихите овозможуваат флексибилност при работењето на компанијата и треба да се зголемуваат сè додека заштедите од нивното држење се поголеми од трошоците за нивно држење. Залихите претставуваат значителен дел од вкупните тековни средства во поголемиот број на компании, поради што бараат и значајно високи вложувања. За да не бидат непотребно високи овие вложувања, управувањето со залихите е неопходно. Суштината на рационалното работење со залихите, како и со сите други средства во претпријатието, е остварување на што поголем финансиски резултат со што помал обем на вложени средства, во овој случај, што помалку средства врзани во залихи на материјали, полупроизводи, готови производи или трговски стоки. Менаџментот на секоја компанија, при одредувањето на оптималната големина и структура на залихите, тргнува од основната цел-остварување на што поголем финансиски резултат - нето добивка.

Побарувањата од купувачите е потребно да се сведат на што помал износ и што пократок рок на наплата, со што се намалува и ризикот во наплатата. Побарувањата од купувачите настануваат како резултат на продажбата на приозводите и услугите на купувачите на кредит. Основниот мотив за продажба на производите и услугите на одложено плаќање е да се стимулираат купувачите да ги купуваат производите или услуги од компанијата. Аналогно на ова, за да се задржат постојаните и да се анимираат нови купувачи, поголемиот број на компании се принудени своите производи и услуги да ги продаваат на кредит.

Од важност е да се спомене и факторингот кој по дефиниција претставува цесија на побарувањата што ги поседува една компанија, односно нивното пренесување на специјализирана организација–фактор, која се занимава со наплата на побарувањата. Притоа организацијата-фактор го исплаќа побаруваниот износ на компанијата што ѝ ги продала побарувањата, намален за соодветен износ. Со факторингот се занимаваат специјализирани компании за оваа дејност.

Основата пак, за успешно управување со готовината,се состои во планирање на приливот и одливот на готовина, како и следење на извештаите за готовин-

ските текови (квартални, месечни и сл.). Управувањето со готовината подразбира, пред сè, контрола на нејзиниот тек во делот на наплата на побарувањата и плаќање на обврските, заради осигурување на ликвидноста на компанијата, со најниски можни трошоци. Управувањето со готовината спаѓа во една од најсложените задачи на финансиското управување со компаниите, бидејќи секој суфицит на пари над потребното ниво дава поголема гаранција за ликвидност, додека секој дефицит на готовина ја загрозува ликвидноста, ја намалува кредитната способност и неповолно влијае на пазарната репутација на компанијата.

Целта пак на финансиската анализа е квантифицирање и оценување на функционалните односи кои постојат помеѓу билансните позиции од финансиските извештаи, со цел добивање на веродостојни информаци и за финансиската положба и активностите на деловниот субјект. Имено, со оваа анализа се врши испитување на односите помеѓу поврзаните делови на финансиските извештаи, сè со цел да се истакнат и објаснат клучните релации од кои зависат сегашната и идната финансиска состојба на деловниот субјект.

Преглед на користена литература

1. АКВИНСКИ Тома (1990): „Држава“, Глобус, Загреб; ANDERSON, Michael R. (1996): „Human rights approaches toenvironmental protection: an overview“, Alan Bozle and Michael.

2. Atrill P., „Financial Management for Decision Makers fifth edition“, FT Prentice Hall, 2009.
3. Agarwal Prashad Narain, „Analysis of Financial statements“, National, 1981.
4. Ангелова Б., „Budgeting - систем на сметководствено планирање на трошоците и финансискиот резултат на претпријатијата“, Економски институт, Скопје, 2001.
5. Арсов, д-р Сашо,: „Финансиски менаџмент“, Економски факултет - Скопје, 2008 год.
6. Block B. Stanley, Geoffrey A.Hirt, „Foundation of financial management“, McGraw-Hill, New York, 2008. 2. Fridson S. Martin, Alvarez Fernando, „Financial Statement Analysis“: A Practitioner Guide, John Wiley&Sons, 2002.
7. Berk B. Jonathan, Demarzo M. Peter , „Corporate Finance“, Pearson Addison Wesley, 2007.
8. Bernstein A. Leopold, „Financial Statement Analysis: Theory, application and Interpretation“, Irwin, 1988.
9. Bernstein A. Leopold, Maksy M. Mostafa, „Cases in Financial Statement reporting and Analysis“, Irwin, 1994
10. Brigham F. Eugen, Gapensk C. Louis, „Financial Management“: Theory and Practice“, Dryden Press, 1994.
11. Bukics L. Rosie, „Financial Statement Analysis: The Basics and Beyond“, McGraw-Hill School Education Group, 1991.
12. Ball Ray, S.P.Kothari, „Financial Statement Analysis“, McGraw-Hill, 1994.
13. Berman Karen, Knight Joe, Case John, „Financial Intelligence: A Manager’s Guide to Knowing what the Numberrs Really Mean“, Harvard Business Press, 2006.
14. Block B. Stanley, Geoffrey A.Hirt, „Foundation of financial management“, McGraw-Hill, New York, 2008. 9. Bodie Zvi, Kane Alex, Alan J.Marcus J. Alan, „Investments“, McGraw-Hill Irwin, 2005.
15. Brealey A. Richard, Myers C. Stewart, „Principles of Corporate Finance“, McGraw-Hill, 1988.

16. Bernstein A. Leopold, Wild J. John, „Analysis of Financial Statements“, McGraw-Hill Professional, 1999.
17. Coyle Brian, Graham Alastair, „Cash Flow Control“, Lessons Professional Publishing, 2000. Примена на финансиските показатели за анализа на работењето на компаниите - со посебен осврт на показателите за ликвидност на македонското стопанство.
18. Chesham Mark, „Vat and financial services“, 2012.
19. Checkley Keith, „Strategic Cash Flow Management“, John Wiley and Sons, 2002.
20. Collier, P. Č Accounting for managers – Interpreting accounting information for decesion making, Aston University, 2004.
21. Davidson Sidney, Stickney P. Clyde, Weil L. Roman , „Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods and Uses“, Dryden Press, 1985.
22. Dickie B. Robert , „Financial Statement Analysis and Business Valuation for the Practical Lawyer“, American Bar Association, 2006.
23. David H.Romer , „Advanced Macroeconomics“, 2011.
24. Davidson N. Wallace, McDonald James, „Guide to financial Statement Analysis: Basis for Management Advice“, American Institute of certified Public Accountants, 2006.
25. Dimitrovic Saponja Lj., Petkovic D., Jaksic D: „Racunovodstvo“, Ekonomski fakultet , Subotica.
26. Dr. Marko Ivaniš, Visoka škola strukovnih studija za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd.
27. Димитрова Јанка, „Ревизија“ (теоретски и практични аспекти), Штип 2013.
28. Дахтевиќ, д-р Сима, цитирано дело.
29. Димитров, Душан: „Прирачник за сметководство“, Проагенс- Скопје, 2014.
30. д-р Сашо Кижухаров, Маја Кочоска: „Сметководство“ (основи-принципи-апликации); трето издание, 2007.
31. Eugere A.Diulio, „Macroeconomics“.
32. EKINS Paul / MEDHURST James (2003): „Evaluating the contribution ofthe European structural funds to sustainable development: Methodology,Indicators and Results“, Budapest.

33. Eisen J. Peter, „Accounting“, Barron’s Educational Series, 2000.
34. Ефтимов Љупчо, „Менаџмент на оранизационите перформанси“ (учебно помагало во подготовка) Економски факултет, Скопје, 2014.
35. Global Environment Facility (September 2002): „The challenge ofSustainability“.
36. Gray Charles, Laib Brian, „Financial Statement analysis: Understand and Interpret Financial Results for Better Management, Investment and credit Decisions“, lorman Education Services, 2006.
37. George Joshua, „Financial Statement Analysis: „How to Use Financial Information to Make Informed Business Decisions“, Talomin Books Pty.Limited, 2004.
38. Gibson Charles, „Financial Statement Analysis“,6-th edition, 1995.
39. Gibson H. Charles, „Financial Statement Analysis: Using Financial Accounting Information“, South-Western College Pub, 1998.
40. Gilman Stephen, „Analyzing Financial Statements“, Read books, 2007. Примена на финансиските показатели за анализа на работењето на компаниите - со посебен осврт на показателите за ликвидност на македонското стопанство
41. Gildersleeve Rich, „Winning Business: How to Use Financial Analysis and Benchmarks to Outscore Your Competition“, Gulf Professional Publishing, 1999.
42. Gonedes J. Nicholas, „Analysis of Financial Statements: Financial Accounting and the Capital Market“, American Accounting Association, 1989.
43. Graham Benjamin i Spenser B. Meredit; The interpretation if financial statements, 1937.
44. Gildersleeve Rich, „Winning Business: How to Use Financial Analysis and Benchmarks to Outscore Your Competition“, Gulf Professional Publishing, 1999.
45. Gilman Stephen, „Analyzing Financial Statements“, Read books, 2007.
46. Harrington R. Diana, Brent D.Wilson, „Corporate Financial Analysis“, BPI, 1989.
47. Harrison Walter, Charles T.Horngren, „Financial Accounting“, Upper Saddle River, New Jersey, 2003.
48. Higston Peter, „The best VAT business accounts book“, 2013.
49. Higgins C. Robert, „Analysis for Financial Management“, R.D.Irwin, 1984.

50. Hermanson, Edwards and Maher, „Accounting Principles“, Freeload Press, Inc. 2005.
51. Higgins C. Robert, „Analysis for Financial Management“, R.D.Irwin, 1984.
52. Horngren Charles, Gari L. Sandem, John A.Eliot, „Basics of financial accounting“: Person Education Inc., 2002.
53. Komarec, Slobodan, Ristić Žarko, „Menadzment monetarnih I javnih finansija“, Beograd, 2009.
54. Kopczynski J. Frank, „Prospective Financial Statement Analysis“, Wiley, 1996.
55. Ѓорѓиева-Трајковска Оливера, „Финансиската анализа како методолошки инструмент за оценка на финансиската стабилност и успешност на компаниите“.
56. Samuelson P, „Ekonomija“, Zagreb.
57. Stiglitz J., „Principes dekonomie modern Deboeck Universite“, Paris-Bruxlles, 2000.
58. .Thomas Piketty, „Capital“, 2014.
59. Šimović, J.„Mjesto i uloga nulte stope u sustavu PDV-a“, Hrvatska pravna revija, 6, Zagreb, 2004.
60. Министерство за финансии на Р. Македонија http:www./finance.gov.mk
61. Македонска академија на науките и уметностите, „Национална стратегија за економскиот развој на Република Македонија“, Скопје, 1997.
62. Таки Фити, „Макроекономија“, Економски факултет, Скопје, 2003.
63. Фотов Р., „Финансиски менаџмент“, Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 2010.

Закони

Закон за трговски друштва

Закон за трговски друштва

Internet reference:

http://www.kpmg.com

http://en.wikipedia.org/taxation_customs/taxation/gen…/tax…/index_en.htm

www.stat.gov.mk

www.finance.gov.mk

www.scribd.com.april 2011

www.obratni capital.com

www.hartiiod vrednost.com